

[illegible]



JUDUL DISERTASI :

DETERMINAN LIKUIDITAS SAHAM SYARIAH
DAN NON SYARIAH (Studi Pada Industri
Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek
Indonesia)

Nama Mahasiswa : Muhammad Madyan
NIM : 0930202020
Program Studi : Ilmu Manajemen
Minat : Keuangan

KOMISI PROMOTOR :

Promotor : Prof. Dr. Ubud Salim, SE., MA
Ko-Promotor : Prof. Dr. Muslich Anshori, MSc., SE., Ak.
Ko-Promotor : Dr. Ir. Solimun, MS

TIM DOSEN PENGUJI

Dosen Penguji 1 : Prof. Dr. Thaher Al Habsyi
Dosen Penguji 2 : Dr. Djumahir, SE., MM
Dosen Penguji 3 : Dr. Siti Aisjah, S., MS.
Dosen Penguji Luar : Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss. Acc., Ph.D
Dosen Penguji Luar : Prof. Dr. M. Suyanto, M.Si., MM

Tanggal Ujian : 28 Februari 2013

a.n. Dekan
Ketua Program Studi

(Prof. Dr. Armanu, SE., M.Sc)



PERNYATAAN ORISINALITAS PROPOSAL PENELITIAN DISERTASI

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah Proposal Penelitian Disertasi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah Proposal Penelitian Disertasi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia Disertasi ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (DOKTOR) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Malang, 28 Februari 2013

Mahasiswa,

Muhammad Madyan
Nim. 0930202020



RIWAYAT HIDUP

Muhammad Madyan, Martapura 4 Januari 1971 anak ke enam dari Ayah Alm. H. Hasan Salim dan Ibu Hj. Saudah, SD sampai SMA di kota Jakarta, lulus SMA tahun 1991, studi di Program Studi S1 Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga pada tahun 1992, studi di Program Studi S2 Ilmu Manajemen Pascasarjana Universitas Airlangga pada tahun 2000, studi di Program Studi S2 Master of Finance Wollongong University Australia pada tahun 2005. Pengalaman kerja sebagai Tenaga Pengajar pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya 1998- sampai sekarang

Malang, 28 Februari 2013

Penulis



UCAPAN TERIMA KASIH

Peneliti menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Ir. Yogi Sugito., selaku Rektor Universitas Brawijaya Malang
2. Gugus Irianto, SE, MSA, Ph.D, Ak., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.
3. Prof. Dr. Muslich Anshori, SE., MSc., Ak. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya serta selaku Ko-Promotor I yang dengan tulus ikhlas membimbing, membagikan ilmunya, memberikan saran, semangat dan masukan kepada saya sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.
4. Prof. Armanu, SE., M.Sc., Ph.D., selaku Ketua Program Studi S-3 Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
5. Prof. Dr. Ubud Salim, SE, MA., selaku Promotor yang dengan tulus ikhlas membimbing, membagikan ilmunya, memberikan saran, semangat dan masukan kepada saya sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.
6. Dr. Ir. Solimun, MS, selaku Ko-Promotor II dan Dekan FEB Universitas Airlangga yang dengan tulus ikhlas membimbing, membagikan ilmunya, memberikan saran, semangat dan masukan kepada saya sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.
7. Prof. Dr. Thaher Al Habsyi, Dr. Djumahir, SE, MM., Dr. Siti Aisjah, SE., MS., ProI. Tatang Ary Gumanti, M.Buss. Ac, Ph.D., dan Prof. Dr. M. Suyanto, M.Si., MM, selaku Dosen Penguji disertasi ini, yang telah memberikan saran untuk perbaikan disertasi ini.



8. Bapak-ibu dosen serta seluruh staf karyawan Program Pascasarjana FEB

Brawijaya yang telah memfasilitasi sehingga disertasi ini dapat saya selesaikan

9. Teman-Teman Program S3 Ilmu Manajemen Angkatan 2009, yang telah memberikan motivasi dan rasa kebersamaan yang tinggi selama saya studi di S3 Ilmu Manajemen FEB Brawijaya.

10. dr. Retno Budiarti M.Kes dan anak-anak saya Muhammad Zulfikar Salim, Farah Kamilah dan Aulia Husna Ramadhani yang telah memberikan motivasi dan kasih sayang dalam selama saya studi di S3 Ilmu Manajemen FEB Brawijaya.

Malang, 28 Februari, 2013

Penyusun,

Muhammad Madyan

ABSTRAK

Muhammad Madyan, Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, April 2013 **Perbandingan Determinan Likuiditas Saham Syariah dan Non Syariah (Studi pada Industri Manufaktur yang Terdaftar Di BEI)**. Promotor: Ubud Salim. Ko-Promotor: Muslich Anshori dan Solimun.

Penelitian ini bertujuan menguji dan membuktikan secara empiris tentang: (1) Perbedaan likuiditas saham syariah dengan likuiditas saham non syariah (2) Pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *market to book value*, kebijakan dividen dan *size* terhadap likuiditas (*relative spread* dan *depth*) saham syariah dan non syariah.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2010. Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang didasarkan pada kriteria populasi yang telah ditentukan, 43 perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan 32 perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji independent t test dan uji koefisien regresi. Selain itu untuk mendukung hasil temuan kuantitatif pada penelitian ini, maka dilakukan diskusi yang mendalam (*in deep interview*) dengan para pelaku pasar modal diantaranya adalah; manajer investasi, perantara pedagang efek dan pihak bursa efek.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung likuiditas saham syariah lebih tinggi dibandingkan likuiditas saham non syariah. Pada saham syariah, volume perdagangan dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap *relative spread*, sedangkan pada saham non syariah volume perdagangan, harga saham dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap *relative spread*. Selain itu, *institutional ownership* mempunyai pengaruh negatif terhadap *depth* saham syariah, sedangkan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *depth* saham syariah. Selanjutnya, volume perdagangan, harga saham dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *depth* saham non syariah.

Kata Kunci: Syariah, non syariah, *relative spread* dan *depth*

ABSTRACT

Muhammad Madyan, Post Graduate Program of Faculty of Economics and Business, Brawijaya University, February 2013. The **Determinants of Shari'ah Stock Liquidity dan Non Shari'ah Stock Liquidity (A Study at Manufacturing Industries in the Indonesia Stock Exchange)**. Promoter: Ubud Salim, Co-Promoter I: Muslich Anshori, Co-Promoter II: Solimun.

This research actually aims at examination and taking empirical evidence on: (1) The differences of shari'ah stock liquidity and non-shari'ah stock liquidity (2) The influences of institutional ownership, insider ownership, blockholder ownership, foreign institutional ownership, trading volume, market price, return volatility, market to book value, dividend policy and firm's size to shari'ah stock liquidity dan non-shari'ah stock liquidity.

The research is conducted at manufacturing industries listed on Indonesian Stock Exchange from 2009 to 2010. The sample of this research consists of all of manufacturing industries based on population criteria, 43 manufacturing industries classified as shari'ah stock and 32 manufacturing industries classified as non-shari'ah stock. Hypothesis testing is conducted using independent t-test and multiple regression test. In addition, to support results description of quantitative research findings in this study, it conducted in deep interview with capital market players, such as, investment managers, stock brokers and other players in the Indonesia Stock Exchanges who understand shari'ah stocks concept.

The results show that there is no supporting evidence that shari'ah stock liquidity is higher than non-shari'ah stock liquidity. In shari'ah stocks, the trading volume and dividend policy have a negative effect on relative spread, whereas in non-shari'ah stock the trading volume stock prices and firm size have a negative effect on relative spread. Institutional ownership has a negative effect on shari'ah stock depth, while foreign institutional ownership, trading volume, dividend policy, and size have a positive effect on shari'ah stock depth. The trading volume, stock prices and company size have a positive effect on depth non-shari'ah stock.

Keyword : Shari'ah, Non-shari'ah, Relative Spread, Depth

KATA PENGANTAR

Segala puji syukur saya panjatkan kehadiran Allah SWT, atas limpahan rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyajikan tulisan disertasi yang berjudul: "DETERMINAN LIKUIDITAS SAHAM SYARIAH DAN NON SYARIAH; Studi pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia".

Di dalam tulisan ini, disajikan pokok-pokok bahasan yang meliputi: (1). Perbandingan likuiditas saham syariah dengan non syariah. (2). Pengaruh *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *market to book value*, kebijakan dividen dan *size* terhadap likuiditas saham syariah dan non syariah.

Sangat disadari bahwa dengan kekurangan dan keterbatasan yang dimiliki penulis, walaupun telah dikerahkan segala kemampuan untuk lebih teliti, tetapi masih dirasakan banyak kekurangtepatan. Oleh karena itu penulis mengharapkan saran yang membangun agar tulisan ini bermanfaat bagi yang membutuhkan.

Malang, 28 Februari 2013

Penulis.



DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN IDENTITAS TIM PENGUJI DISERTASI	iii
PERNYATAAN ORSINALITAS DISERTASI	iv
RIWAYAT HIDUP	v
UCAPAN TERIMA KASIH	vii
ABSTRAK	viii
ABSTRACT	ix
KATA PENGANTAR	x
DAFTAR ISI	xiii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	16
1.3. Tujuan Penelitian	17
1.4. Manfaat Penelitian	19
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	22
2.1. Hasil Penelitian Terdahulu	22
2.2. Landasan Teori	25
2.2.1. Pengertian dan Tujuan Ekonomi Syariah	25
2.2.1.1. Prinsip Prinsip Ekonomi Islam (Syariah)	27
2.2.2. Pengertian dan Peran Pasar Modal	29
2.2.3. Konsep Dasar Pasar Modal Syariah	32
2.2.4. Pengertian dan Tujuan Investasi	34
2.2.5. Risiko Investasi	36
2.2.6. Pengertian dan Tujuan Investasi dalam Perspektif Islam	37
2.2.7. Saham Biasa	39
2.2.8. Saham Syariah	41
2.2.8.1. Kriteria Pemilihan Saham Syariah dan Keunggulannya	44
2.2.9. Teori Struktur Mikro Pasar	46
2.2.9.1. Pembentukan Harga	47
2.2.9.2. Informasi dan Keterbukaan	48
2.2.9.3. Hubungan Mikrostruktur Pasar dengan Bidang Keuangan lain	49
2.2.10. Teori Asimetri Informasi	52
2.2.10. Asimetri Informasi Menurut Pandangan Islam	55
2.2.11. Teori Keagenan (Agency Theory)	57
2.2.12. Likuiditas Saham	59
2.2.12.1. Likuiditas Saham Menurut Pandangan Islam	59
2.2.13. Faktor-Faktor Determinan Likuiditas Saham	65
2.2.13.1. Struktur Kepemilikan	65
2.2.13.2. Kepemilikan Institusi (<i>institutional Ownership</i>)	66

	2.2.13.3. Kepemilikan Manajerial (<i>Insider Ownership</i>)	68
	2.2.13.4. <i>Blockholders Ownership</i>	70
	2.2.13.5. <i>Foreign Institutional Ownership</i>	72
	2.2.13.6. Volume Transaksi	74
	2.2.13.7. Harga Saham	75
	2.2.13.8. Volatilitas Return	76
	2.2.13.9. Market To Book Value	78
	2.2.13.10. Kebijakan Dividen	78
	2.2.13.11. Ukuran Perusahaan	81
BAB III	KERANGKA KONSEP PENELITIAN	84
	3.1. Kerangka Konsep Penelitian	84
	3.2. Hipotesis Penelitian	89
	3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian	102
BAB IV	METODE PENELITIAN	105
	4.1. Pendekatan Penelitian	105
	4.2. Lokasi Penelitian	105
	4.3. Populasi dan Sampel Penelitian	106
	4.4. Teknik Pengukuran Variabel	110
	4.5. Pengumpulan Data	113
	4.5.1. Jenis dan Sumber Data	113
	4.5.2. Teknik Pengumpulan Data	114
	4.6. Metode Analisis Data	114
BAB V	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	117
	5.1. Gambaran Umum Perkembangan Bursa Efek Indonesia	117
	5.2. Gambaran Umum Objek Penelitian	120
	5.3. Deskripsi Variabel Penelitian	123
	5.3.1. Variabel <i>Relative Spread</i>	124
	5.3.2. Variabel <i>Depth</i>	126
	5.3.3. Variabel <i>Institutional Ownership</i>	129
	5.3.4. Variabel <i>Insider Ownership</i>	130
	5.3.5. Variabel <i>Blockholder Ownership</i>	132
	5.3.6. Variabel <i>Foreign Institutional Ownership</i>	134
	5.3.7. Variabel Volume Perdagangan	136
	5.3.8. Variabel Harga Saham	138
	5.3.9. Variabel Volatilitas Return	140
	5.3.10. Variabel Market to Book Value	142
	5.3.11. Variabel Kebijakan Dividen	144
	5.3.12. Variabel Ukuran Perusahaan	146
	5.4. Analisis Hasil Penelitian	148
	5.4.1. Analisis Hasil Uji Beda <i>spread</i> dan <i>depth</i> pada Saham Syariah dan Saham Non Syariah	148
	5.4.2. Analisis Hasil Model Regresi I Pada Saham Syariah	149
	5.4.2.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model I Pada Saham Syariah	153
	5.4.3. Analisis Hasil Model Regresi I Pada Saham Non Syariah	155
	5.4.3.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model I Pada Saham Non Syariah	158



5.4.4. Analisis Hasil Model Regresi II Pada Saham Syariah	160
5.4.4.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model II Pada Saham Syariah	164
5.4.5. Analisis Hasil Model Regresi II Pada Saham Non Syariah	165
5.4.5.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model II Pada Saham Non Syariah	169
5.4.6. Informasi dari Key Informan	171
5.5. Pembahasan	174
5.5.1. Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	174
5.5.2. Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	180
5.5.3. Pengaruh Insider Ownership Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	185
5.5.4. Pengaruh Blockholder Ownership Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	186
5.5.5. Pengaruh Foreign Institutional Ownership Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	189
5.5.6. Pengaruh Volume Perdagangan Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	191
5.5.7. Pengaruh Harga Saham Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	193
5.5.8. Pengaruh Volatilitas Return Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	195
5.5.9. Pengaruh Market to Book Value Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	196
5.5.10. Pengaruh Kebijakan Dividen Ownership Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	198
5.5.11. Pengaruh Ukuran Perusahaan (size) Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Non Saham Syariah	200
5.5.12. Determinan Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah	202
5.6. Implikasi Penelitian	208
5.6.1. Implikasi Teoritis	208
5.6.2. Implikasi Praktis	216
5.7. Keterbatasan Penelitian	217
BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN	219
6.1 Kesimpulan	219
6.2 Saran	224
DAFTAR PUSTAKA	227
LAMPIRAN	233



DAFTAR TABEL

Tabel		Halaman
1.1.	Perkembangan Indeks Saham Tahun 2005-2010	4
5.1.	Perkembangan Bursa Indonesia Periode 2007-2010	118
5.2.	Klasifikasi Industri Manufaktur Menurut JESICA	121
5.3.	Daftar Perusahaan Manufaktur Klasifikasi Saham Syariah	122
5.4.	Daftar Perusahaan Manufaktur Klasifikasi Saham Non Saham Syariah	123
5.5.	Gambaran Data <i>Relative Spread</i> Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	124
5.6.	Gambaran Data <i>Depth</i> Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	126
5.7.	Gambaran Data Proporsi Kepemilikan Institusi Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	129
5.8.	Gambaran Data Proporsi Kepemilikan Orang Dalam Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	131
5.9.	Gambaran Data Kepemilikan Blok Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	133
5.10.	Gambaran Data Proporsi Kepemilikan Institusi Asing Saham Syariah Dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	135
5.11.	Gambaran Data Volume Perdagangan Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010	137



5.12. Gambaran Data Rata-Rata Harga Penutupan Per Hari

Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan
Manufaktur 2009-2010

138

5.13. Gambaran Data Volatilitas Return Saham Syariah dan
Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

140

5.14. Gambaran Data *Market To Book value* Saham Syariah dan
Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

142

5.15. Gambaran Data Kebijakan dividen Perusahaan Manufaktur
Klasifikasi Saham Syariah dan Saham Non Syariah
2009-2010

144

5.16. Gambaran Data Ukuran Perusahaan Manufaktur Saham
Syariah Dan Saham Non Syariah 2009-2010

147

5.17. Hasil *Uji Beda Variabel Spread* dan *Depth* pada Saham
Syariah dan Saham Non Syariah

148

5.18. Hasil Model Regresi I Pada Saham Syariah

150

5.19. Hasil Model Regresi Model I Pada Saham Non Syariah

155

5.20. Hasil Regresi Model II Pada Saham Syariah

161

5.21. Hasil Regresi Model II Pada Saham Non Syariah

166

5.22. Sensitivitas Volume Perdagangan Terhadap Likuiditas
Saham Syariah dan Saham Non Syariah

192

5.23. Faktor Determinan Likuiditas Saham Syariah dan Saham
Non Syariah Perusahaan Manufaktur

203

5.24. Perbandingan Saham Syariah dan Saham Non Syariah

207



DAFTAR GAMBAR

Gambar Judul Halaman

3.1. Kerangka Konsep Penelitian

88



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Judul	Halaman
1.	Data Saham Syariah Perusahaan Manufaktur Tahun 2009-2010	233
2.	Data Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur Tahun 2009-2010	236
3.	Transkrip Hasil Diskusi	238
4.	Hasil Uji Independent T Test Spread dan Depth Saham Syariah dan Non Syariah	262
5.	Regression Model I (Determinan Spread Saham Syariah)	264
6.	Regression Model II (Determinan Depth Saham Non Syariah)	270
7.	Regression Model I (Determinan Spread Saham Non Syariah)	276
8.	Regression Model II (Determinan Depth Saham Non Syariah)	282



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Krisis moneter yang terjadi di Indonesia telah menyadarkan masyarakat Indonesia akan kekurangan dari sistem ekonomi yang telah diterapkan. Krisis tersebut telah membuat berbagai pihak berusaha mencari sistem lain yang lebih adil secara struktural dan lebih tahan terhadap *moral hazard*, termasuk usaha untuk mengkaji sistem ekonomi yang berlandaskan syariah Islam. Pada awalnya perkembangan bisnis syariah terjadi di sektor perbankan dan asuransi kemudian berdampak pada pengembangan pasar modal syariah. Secara umum, penerapan prinsip syariah Islam dalam industri pasar modal khususnya pada instrumen saham dilakukan berdasarkan penilaian atas saham yang diterbitkan oleh masing-masing perusahaan. Penilaian tersebut dikarenakan instrumen saham secara alami telah sesuai dengan prinsip syariah Islam mengingat sifat saham yang dimaksud bersifat penyertaan.

Pada penelitian ini perlu kiranya penjelasan tentang kata "saham syariah" dan "saham non syariah". Saham syariah adalah saham perusahaan yang sesuai dengan syariah Islam berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, seperti saham International Nickel Ind Tbk, Indofood Sukses Makmur Tbk, Indah Kiat Pulp & Paper Tbk, Indocement Tunggak Prakasa Tbk, Indosat Tbk, dan lain lain. Sedangkan saham non syariah adalah saham perusahaan yang dinilai tidak sesuai dengan syariah Islam juga berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang



Penerbitan Efek Syariah, seperti; saham Bank Internasional Indonesia Tbk, Bank Pan Indonesia Tbk, Supreme Cable Manufacturing Corp Tbk, Budi Acid Jaya Tbk dan lain lain. Selanjutnya pada penelitian ini akan digunakan istilah saham syariah dan saham non syariah.

Secara resmi Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) meluncurkan prinsip pasar modal syariah Islam pada tanggal 14 Maret 2003 dengan ditandatangani nota kesepahaman dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Walaupun secara resmi diluncurkan pada tahun 2003, namun instrumen pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Reksadana Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Selanjutnya Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut, maka para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi dengan penerapan prinsip syariah Islam.

Berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 yang dikeluarkan tahun 2006 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai memenuhi syariah Islam diantaranya adalah; (a) tidak melakukan kegiatan usaha yang diharamkan, seperti; perjudian, keuangan yang mempunyai konsep ribawi, minuman keras dan lain-lain. (b) tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu, (c) tidak melebihi rasio keuangan tertentu, diantaranya total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% :



55%), dan total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Berdasarkan kriteria efek syariah tersebut, diharapkan risiko, *return* dan likuiditas efek atau saham syariah akan berbeda dengan saham non syariah.

Tentunya, risiko saham-saham syariah akan lebih kecil dibandingkan dengan saham-saham non syariah karena adanya pembatasan persentase hutang terhadap total aset bagi perusahaan yang sahamnya dikategorikan saham syariah. Hal ini dapat dilihat dari pengumuman tentang saham emiten yang masuk dan keluar dalam penghitungan LQ 45 No. Peng-00439/BEI.PSH /07-2010 yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia. Dari 45 saham yang terlikuid (LQ 45), terdapat 27 saham (60%) yang termasuk kategori saham syariah. Data tersebut menunjukkan suatu indikasi awal bahwa saham syariah mempunyai likuiditas yang lebih baik dibandingkan dengan saham non syariah.

Selain itu, perkembangan pasar modal syariah menunjukkan kemajuan yang cukup signifikan seiring dengan meningkatnya indeks yang ditunjukkan dalam *Jakarta Islamic Indexs* (JII). Saham yang termasuk dalam perhitungan *Jakarta Islamic Indexs* (JII) adalah 30 saham syariah, mempunyai rata-rata kapitalisasi pasar terbesar dan mempunyai likuiditas yang tinggi. Peningkatan indeks JII walaupun nilainya tidak sebesar pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tetapi kenaikan secara persentase indeks pada JII lebih besar daripada IHSG. Dengan kata lain, JII yang terdiri dari 30 jenis saham selalu memberikan keuntungan (*return*) imbal belinya melebihi saham-saham yang lain. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 1.1 berikut ini:



Tabel 1.1

Perkembangan Indeks Saham Tahun 2006-2010

Indeks	Tahun				
	2006	2007	2008	2009	2010
IHSG	1805,52	2745,83	1.355,00	2534,36	3703,51
LQ 45	393,11	599,82	270,00	498,29	661,38
JII	311,28	493,01	216,19	417,18	532,90

Sumber: finance.yahoo.com

Tabel 1.1. menunjukkan perkembangan IHSG, LQ 45 dan JII di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2010. Berdasarkan tabel tersebut dapat diketahui bahwa perkembangan ketiga indeks tersebut mempunyai pola yang sama selama periode 2006-2010. Indeks IHSG, LQ 45 dan JII mengalami peningkatan yang cukup tinggi (rata-rata lebih dari 50%) pada tahun 2007 dibandingkan dengan tahun 2006. Namun Jakarta Islamic Index (JII) memiliki peningkatan yang tertinggi dibandingkan dengan indeks LQ 45 dan IHSG. JII mengalami peningkatan sebesar 58,38% disusul dengan LQ 45 dan IHSG masing-masing sebesar 52,83% dan 52,08%. Namun, pada tahun 2008 ketiga indeks harga saham tersebut mengalami penurunan yang cukup tinggi, rata-rata di atas 50%. Hal ini terjadi sebagai dampak dari krisis kredit perumahan (*subprime mortgage*) di Amerika yang menyebabkan kejatuhan yang dalam seluruh bursa efek dunia. Jakarta Islamic Index (JII) mengalami kejatuhan yang paling dalam dibandingkan dengan indeks LQ 45 dan IHSG. Namun, pada tahun 2009 JII mengalami kenaikan yang paling tinggi (92,97%) dibandingkan dengan kenaikan indeks LQ 45 dan IHSG yang masing-masing sebesar 84,55% dan 87,04%. Secara keseluruhan perkembangan Jakarta Islamic Index (JII) relatif lebih baik dibandingkan dengan LQ 45 maupun IHSG pada periode 2006-2010. Hal ini diyakini selain karena pada periode tersebut pasar modal sedang relatif *booming*, juga karena adanya konsep halal dan berkah pada pasar modal syariah yang memperdagangkan saham syariah.



Perkembangan pasar modal Indonesia begitu pesat pada akhir ini juga tidak lepas dari perkembangan dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kurang lebih 168 perusahaan dari 428 perusahaan (+39%) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 adalah perusahaan manufaktur. Selain itu, 10 dari 30 perusahaan (33,3%) yang terlikuid menurut Jakarta Islamic Index (JII) dan 12 dari 45 perusahaan (26,67%) terlikuid yang tergabung dalam indeks LQ 45 adalah perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur. Hal ini menunjukkan cukup besarnya peran perusahaan-perusahaan manufaktur dalam menentukan perkembangan pasar modal di Indonesia, khususnya pasar saham Indonesia baik dari segi pendapatan, risiko maupun likuiditas pasar saham tersebut.

Dua kriteria utama investasi yaitu *return* dan risiko sudah sangat dikenal pelaku pasar. Investor pasar modal sangat familiar dengan hubungan erat antara keduanya. Tujuan dari investor melakukan perdagangan saham adalah untuk mendapatkan *return* yang besar dengan tingkat resiko yang tertentu. Selain dua kriteria utama itu, karakteristik lain yang harus diperhatikan investor adalah likuiditas. Hal inilah yang merupakan keunggulan aset finansial atas aset riil. Tanpa likuiditas, pasar modal menjadi tidak menarik dan kehilangan perannya sebagai sarana investasi sekaligus sumber pembiayaan. Mengenai pentingnya likuiditas, Handa dan Schwartz (1996) dalam Frensidy (2012) berpendapat, *"Investors want three things from the market: liquidity, liquidity, and liquidity"*. Menurut Reilly dan Brown (2000, hal.1) likuiditas saham adalah kemampuan saham untuk diperdagangkan dengan cepat tanpa ada penurunan harga dari harga transaksi terdahulu. Likuiditas saham sangat penting karena apabila investor berkeinginan untuk menjual saham tersebut pada waktu yang akan datang, investor dapat dengan mudah mengkonversikan saham tersebut menjadi kas. Saham dengan tingkat likuiditas yang tinggi, bisa digunakan investor untuk



mendapatkan *return* yang diinginkan dan untuk menghindari resiko kerugian yang besar pada saat yang tepat.

Likuiditas saham memiliki banyak dimensi dan tidak ada satu ukuran yang bisa mengukur seluruh dimensi likuiditas saham. Menurut Crockett (2008) terdapat empat dimensi likuiditas, yaitu (1) "*Depth*", menunjukkan besarnya jumlah atau nilai transaksi yang dapat diserap oleh pasar tanpa mempengaruhi harga. Dimensi ini dilihat dari banyaknya *order* jual dan *order* beli yang ada di pasar saham; (2) "*Tightness*", menunjukkan besarnya biaya transaksi yang harus ditanggung oleh investor setiap kali transaksi. Biaya ini dihitung dari selisih *bid price* dan *ask price*; (3) "*Immediacy*" menunjukkan kecepatan transaksi bisa dieksekusi. Semakin cepat suatu saham dapat ditransaksikan, semakin kecil risiko yang ditanggung oleh investor yang berarti semakin rendah selisih *bid price* dan *ask price*; terakhir adalah (4) "*Resilience*", atau kecepatan harga saham bisa kembali setelah kejatuhannya. Dimensi yang digunakan dalam penelitian ini dalam mengukur likuiditas saham syariah maupun yang non syariah adalah "*Depth*", "*Tightness*" dan "*Immediacy*" dengan menggunakan ukuran *relative spread* dan *depth*.

Besar kecilnya *spread* mencerminkan besar kecilnya biaya yang ditanggung oleh pelaku pasar. Menurut Stoll (1983) yang dikutip dari Safaruli (2009, hal. 24)

"...that market maker cost fall into three categories: order processing cost, inventory-holding cost, and adverse selection cost"

Order processing cost (biaya pemrosesan transaksi) adalah biaya yang berkaitan dengan penyediaan pelayanan yang diberikan oleh pasar modal. *Inventory-holding cost* (biaya kepemilikan saham), merupakan cerminan dari risiko dan *opportunity cost* yang harus ditanggung investor sejak memegang saham sampai menjualnya kembali (Bollen et al., 2004). Sedangkan *adverse selection cost*



(biaya asimetri informasi), adalah biaya yang timbul ketika terdapat pelaku pasar yang memiliki informasi yang lebih baik dibanding pelaku pasar lain mengenai perkiraan perubahan harga dari sekuritas yang diperdagangkan (Bollen *et al.*, 2004).

Menurut O'Hara (2003) pasar mempunyai dua fungsi dasar, yaitu pasar menyediakan likuiditas dan memfasilitasi penentuan harga. Harga aset secara jelas berkembang di pasar. Evolusi ini dipengaruhi oleh karakteristik para pemain di pasar dan sistem perdagangan yang sedang berlangsung. Teori mikrostruktur pasar tradisional telah mengkatagorikan pedagang didasarkan pada sistem informasinya yaitu; *informed trader* dan *uninformed traders*.

Informed trader memiliki informasi sehubungan dengan saham dimana pedagang lain tidak memilikinya. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya. *uninformed investors* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Pada berbagai kasus, mereka distilahkan sebagai "*noise traders*" atau para investor yang gaduh, karena perdagangan mereka didasarkan pada kepercayaan dan sentimen mereka yang tidak didasarkan pada informasi fundamental. Informasi diungkapkan di pasar melalui aktivitas perdagangan dari *informed trader* (Vishwanathi, R. dan Krishnamurti, C., 2009).

Untuk mengambil keuntungan penuh dari kepemilikan informasi yang superior, *informed investors* memiliki insentif untuk menurunkan harga secara perlahan dengan perdagangan mereka. Kadangkala mereka terlibat pada perdagangan secara sembunyi-sembunyi seperti yang telah ditunjukkan oleh Chakravarty (2001) dengan menggunakan data pemeriksaan audit sampel perusahaan yang terdaftar di NYSE bahwa perdagangan dengan skala menengah berhubungan dengan perubahan harga saham kumulatif yang besar secara tidak seimbang relatif terhadap proporsi seluruh perdagangan dan



volumenya. Hasil ini konsisten dengan prediksi dari hipotesa perdagangan secara sembunyi-sembunyi yang di diperkenalkan oleh Barclay dan Warner (1993). Dalam tulisannya, mereka menyatakan bahwa *informed investor* menggunakan perdagangan dalam skala menengah daripada skala besar untuk mencegah informasi menjadi terlalu cepat terkandung pada harga saham.

Chakravarty (2001) menemukan bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh insitusi yang laporan atas ini berdampak pada harga saham kumulatif yang besar secara tidak proporsional.

Adanya *informed trader* dalam perdagangan saham menyebabkan kerugian pada *uninformed trader*. Hal ini dikarenakan *informed trader* akan cenderung berperilaku *adverse selection* ketika bertansaksi dengan *uninformed trader*. *Adverse selection* adalah tindakan *informed trader* untuk menjual saham ketika *uninformed trader* menawarkan *bid price* yang terlalu tinggi dan membeli ketika *uninformed trader* menawarkan *ask price* yang terlalu rendah. Oleh sebab itu, semakin besar tingkat asimetri informasi antara *informed trader* dengan *uninformed trader* maka semakin besar *bid* dan *ask spread* saham untuk menutupi kerugian pelaku pasar yang mungkin akan terjadi akibat adanya asimetri informasi tersebut.

Dalam kaitannya dengan asimetri informasi, menurut pandangan Islam keterbukaan dan transparansi (*full disclosure*) merupakan syarat terbentuknya pasar yang *fair*, sehingga Islam melarang perdagangan yang mengandung *ta'dlis* (manipulasi dan penipuan) dalam bentuk apapun. Sebagaimana yang dinyatakan oleh beberapa hadits di bawah ini:

"Tidak boleh bagi seseorang menjual sesuatu kecuali dengan menjelaskan apa yang ada padanya, dan tidak boleh bagi orang yang mengetahuinya kecuali harus menjelaskannya." (HR. al Hakim)

"Tidaklah halal seseorang menjual sesuatu, melainkan hendaklah dia menerangkan kekurangan (cacat) yang ada pada barang itu." (HR. Ahmad)



Hadist-hadist tersebut dengan tegas menjelaskan bahwa aktor *full disclosure* merupakan faktor utama dalam membentuk pasar yang fair. Hal ini diharuskan agar tidak ada pihak yang mendapatkan keuntungan di atas normal pada pihak *informed trader* dengan mengeksploitasi pihak lain yang tidak mempunyai informasi atau *uninformed trader* yang memadai baik tentang pasar maupun komoditi (sekuritas) yang diperdagangkan. Oleh sebab itu Islam melarang transaksi oleh pihak *Informed trader* dengan *uninformed trader* yang merugikan pihak *uninformed trader*. Islam mensyaratkan *full disclosure* dalam bertransaksi. Oleh sebab itu, fenomena asimetri informasi tidak akan terjadi apabila kedua pihak menerapkan prinsip-prinsip berdagang dalam Islam (Natik, 2008).

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi likuiditas saham, diantaranya adalah struktur kepemilikan saham. Rubin (2007) telah meneliti hubungan antara likuiditas saham dengan *ownership level* dan *ownership concentration* dengan volatilitas, harga saham, ukuran perusahaan, dan *book to market* sebagai variabel kontrol di New York Stock Exchange (NYSE). Hasil penelitian Rubin menunjukkan bahwa *Institutional holding* mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas, sedangkan *institutional blockholding* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham. Namun, beberapa hasil penelitian menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan hasil penelitian ini. Beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa transaksi *institutional* lebih memungkinkan mengendalikan atau menguasai informasi (Ali et al., 2004; Pinnuk, 2004; Ke dan Petroni, 2004; Bushee dan Goodman, 2007), dan kepemilikan institusi yang besar meningkatkan informasi asimetri (Dennis dan Weston, 2001; Brockman dan Yan, 2009) dan volatilitas return (Sias, 1996; Xu dan Malkiel, 2003; Gabaix et al., 2006; Wang, 2007) sehingga *institutional ownership* mempunyai pengaruh



yang negatif terhadap likuiditas saham. Selain itu, Rhee dan Wang (2009) menyatakan bahwa pada pasar yang sedang berkembang (*imerging market*), asimetri informasi dapat diaplikasikan, karena beberapa penelitian menyatakan bahwa efisiensi pasar modal pada negara-negara berkembang adalah lemah (*weak*).

Menurut penelitian Sarin dan Shastri (2000) yang dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) tahun 1985, *insider ownership* berhubungan positif dengan *bid-ask spreads*. *Insider ownership* dinilai sebagai pihak yang memiliki akses informasi privat terhadap perusahaan yang dipandang sebagai pihak *informed* oleh *dealer* saham, dan mempunyai kontribusi terhadap penilaian perusahaan atas tingkat asimetri informasi suatu perusahaan yang dilakukan oleh *dealer*. Selain itu, Chiang dan Venkatesh (1988) menyatakan bahwa *inside shareholdings* dan *institutional shareholdings* dinilai sebagai pihak yang memiliki akses informasi privat terhadap perusahaan yang dipandang sebagai pihak *informed* oleh *dealer* saham, dan mempunyai kontribusi terhadap penilaian perusahaan atas tingkat asimetri informasi suatu perusahaan yang dilakukan oleh *dealer*. Hal ini meningkatkan *spread* dan *return* saham yang diharapkan oleh *dealer*.

Keberadaan *blockholder ownership* yang memiliki paling sedikit 5% dari jumlah saham beredar perusahaan diperkirakan untuk mengawasi operasi perusahaan (Morck, et al, 1988), sehingga dapat menurunkan biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan (McConnell dan Servaes, 1990; Barclay dan Holderness 1991; dan Bethel, et al., 1998). Pengawasan *blockholders* dapat memberikan akses *privat* atas informasi perusahaan yang mempunyai nilai relevan kepada mereka atau yang disebut sebagai pihak *informed trader* dalam pasar modal. Hal ini tentu saja menyebabkan ketidakadilan pada transaksi yang terjadi di pasar modal, karena ada pihak yang mendapatkan akses informasi



privat atas nilai perusahaan dan ada yang tidak memiliki informasi tersebut atau yang disebut dengan *uninformed trader*. Brennan dan Subrahmanyam (1996) menemukan keberadaan *informed trader* secara signifikan meningkatkan asimetri informasi dan *adverse selection cost* pada pihak *uninformed trader*. Oleh sebab itu, keberadaan *blockholders* menurunkan likuiditas saham perusahaan (Rubin, 2007; Heflin dan Shaw, 2000).

Pada umumnya, pasar modal di negara-negara yang sedang berkembang (*emerging market*) tidak selikuid pasar modal negara-negara maju. Kurang likuidnya pasar modal di negara-negara berkembang ini merupakan faktor kunci dari tingginya fluktuasi di pasar modal yang sedang berkembang dan merupakan hambatan yang berarti bagi perkembangan pasar keuangan. Keterbukaan pasar keuangan domestik terhadap investor asing, yang sering kali merupakan bagian dari liberalisasi keuangan secara keseluruhan, diharapkan dapat meningkatkan likuiditas pasar lokal. Stulz (1999) menyatakan bahwa partisipasi oleh lembaga keuangan internasional yang besar akan meningkatkan likuiditas pasar lokal melalui keterbukaan informasi yang lebih baik dan perdagangan yang lebih aktif.

Hasil penelitian Levine dan Zervos (1998) dan Bekaert et al (2002) menunjukkan bahwa likuiditas pasar meningkat setelah liberalisasi pasar saham dalam perekonomian yang sedang tumbuh. Selain itu, Bekaert, et al (2007) menunjukkan pengaruh yang positif dari tingkat keterbukaan atas para investor asing terhadap likuiditas pada pasar modal yang sedang berkembang. Akan tetapi hasil penelitian ini bertentangan dengan yang telah dilakukan Rhee and Wang (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi asing menurunkan likuiditas saham. Faktor yang menyebabkannya adalah kepemilikan saham oleh institusi yang besar meningkatkan tingkat asimetri informasi (Dennis dan Weston, 2001; Agarwal, 2007; Rubin, 2007; Brockman dan Yan, 2009). Selain institusi asing seringkali melakukan transaksi dalam jumlah besar di pasar



yang sedang berkembang. Kehadiran transaksi besar ini dapat mengakibatkan *imperfect competition* pada penawaran likuiditas meskipun setelah pengontrolan lingkungan informasi (Kihlstrom, 2001; Pritsker, 2002) yang pada akhirnya menurunkan likuiditas saham.

Di samping dapat menunjukkan besarnya risiko, volatilitas *return* secara tidak langsung juga dapat mengukur tingkat informasi asimetri antar pelaku pasar (Heflin and Shaw, 2000). Semakin tinggi volatilitas *return*, semakin tinggi pula tingkat asimetri informasi (*adverse selection*) antar pelaku pasar. Semakin tinggi asimetri informasi, berarti semakin besar *bid-ask spread* yang terbentuk, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi volatilitas *return* semakin tinggi pula *bid-ask spread* yang terjadi. Hasil penelitian Heflin dan Shaw (2000) ini juga sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sarin dan Shastri (2000), Frieder dan Martell (2006), Corwin (1999), Agarwal (2000) dan Rubin (2007) yang menyatakan hubungan volatilitas *return* dengan *effective spread* (ES) adalah positif. Dengan kata lain, semakin tinggi volatilitas *return* saham maka semakin rendah likuiditas saham tersebut.

Volume transaksi merupakan ukuran tingkat aktivitas perdagangan. Semakin besar volume transaksi suatu saham juga menunjukkan semakin besar order jual (beli) dari saham tersebut, yang berarti bahwa saham tersebut cepat berputar atau berpindah tangan. Hal ini berarti volume transaksi memiliki pengaruh positif terhadap likuiditas saham, atau dengan kata lain, semakin tinggi volume transaksi semakin tinggi pula likuiditas saham. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan Heflin dan Shaw (2000), Sarin dan Shastri (2000), Frieder dan Martell (2006), dan Corwin (1999).

Harga saham merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi saham. Harga yang terlalu tinggi berpengaruh terhadap kemampuan investor untuk membeli saham tersebut, sehingga



berdampak pada likuiditas saham tersebut. Sebaliknya, harga saham yang terlalu rendah mengakibatkan saham tersebut juga tidak menarik dan berpotensi tidak aktif diperdagangkan, sehingga berpengaruh terhadap likuiditas sahamnya.

Beberapa penelitian tentang likuiditas saham telah memasukkan harga sebagai variabel kontrol dalam penelitiannya. Harga saham mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham perusahaan yang berarti semakin tinggi harga saham perusahaan semakin likuid saham perusahaan tersebut (Hafin dan Shaw, 2000; Sarin dan Shastri, 2000; Attig, et al., 2004; Agarwal, 2009). Sebaliknya hasil penelitian Forde dan Rydge (2006) menunjukkan bahwa harga saham mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham di Australia Stock Exchange. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham yang terlalu tinggi maupun rendah mempunyai potensi melemahkan likuiditas saham.

Market to Book Ratio (MBV) adalah bagian dari rasio pasar yang mengukur harga pasar relatif terhadap nilai buku. *Market to book value* digunakan untuk mengetahui kinerja pasar perusahaan, yang menunjukkan tingkat apresiasi pasar terhadap perusahaan. Rasio ini mengindikasikan ekspektasi investor terhadap *investment opportunities*. Rasio *market to book* yang tinggi juga mengindikasikan bahwa pertumbuhan saham tinggi, dan *market to book* yang rendah mengindikasikan adanya pertumbuhan saham yang rendah. Menurut Rubin (2007) dan Blease et al. (2006), *Market to book value* berhubungan positif dengan likuiditas saham perusahaan. Jadi kenaikan *market to book value* akan menyebabkan kenaikan kesempatan pertumbuhan perusahaan dan juga akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan.

Modigliani-Miller menyatakan bahwa kenaikan dividen oleh investor sebagai tanda atau *signal* (*signaling effect*) bahwa prospek perusahaan di masa datang akan lebih baik. Sebaliknya penurunan dividen akan dilihat sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun (Sartono, 1998). Oleh sebab itu kebijakan



pembayaran dividen mempengaruhi perilaku perdagangan *equity* perusahaan dan berhubungan dengan likuiditas saham perusahaan tersebut (Agarwal, 2009). Saham-saham perusahaan yang membayarkan dividennya akan lebih likuid dibandingkan dengan saham perusahaan yang tidak membayarkan dividennya.

Menurut Helfin dan Shaw (2000) serta Rubin (2007), ukuran perusahaan berhubungan positif dengan likuiditas saham. Semakin besar ukuran perusahaan berarti likuiditas saham dari perusahaan tersebut akan semakin likuid. Hal ini terjadi karena saham perusahaan besar akan lebih sering dan lebih mudah untuk diperdagangkan dari pada saham dari perusahaan yang ukurannya kecil. Selain itu, informasi tentang perusahaan besar lebih mudah didapat dan lebih menjadi perhatian dibandingkan perusahaan kecil, sehingga kondisi ini dapat menurunkan tingkat asimetri informasi yang pada akhirnya dapat meningkatkan likuiditas saham perusahaan tersebut.

Research gap yang pertama penelitian ini adalah beberapa studi empirik sebagaimana yang telah dikemukakan diatas, menyajikan hasil yang berbeda-beda tentang pengaruh faktor-faktor determinan likuiditas (*spread* dan *depth*) saham, terutama faktor *institutional ownership*, *insider ownership*, *institutional ownership* dan harga saham. Penelitian tentang *institutional ownership* yang dilakukan oleh Rubin (2007) menemukan bahwa *Institutional ownership* mempunyai pengaruh positif terhadap likuiditas saham, sedangkan Chakravarty (2001), Dennis dan Weston (2001), Agarwal (2007), Rubin (2007), Brocknan and Yan (2009) menemukan pengaruh negatif *institutional ownership* terhadap likuiditas saham. Selanjutnya penelitian Sarin dan Shastri (2000) serta Kothare (1997), Helfin dan Shaw (2000), Attig, et al., et al. (2004) dan Agarwal (2009) menemukan *insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap likuiditas. Namun, sebaliknya Rubin (2007) menemukan bahwa *insider ownership*



mempunyai pengaruh positif terhadap likuiditas saham. Selanjutnya hasil penelitian Levine dan Zervos (1998) dan Bekeart et al. (2002) menunjukkan bahwa keberadaan *foreign institutional ownership* meningkatkan likuiditas saham, berbeda dengan penelitian Kihstrom (2001), Pritsker (2002) dan Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan bahwa keberadaan *foreign institutional ownership* menurunkan likuiditas saham perusahaan tersebut. Terakhir, berdasarkan hasil penelitian Hafin dan Shaw (2000), Sarin dan Sastri (2000), Attig, et al. (2004), Agarwal (2009) dan Rubin (2007) harga saham mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham perusahaan, sedangkan hasil penelitian Forde dan Rydge (2006) menunjukkan bahwa harga saham mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham.

Selanjutnya, *research gap* yang ke dua penelitian ini adalah pengklasifikasian saham syariah dan saham non syariah yang kriterianya adalah pembatasan struktur modal (maksimal rasio hutang atas aktiva perusahaan 45%) pada perusahaan yang sahamnya termasuk klasifikasi syariah diharapkan berdampak pada likuiditas saham syariah yang lebih baik dibandingkan saham non syariah. Namun demikian, sampai saat ini belum ditemukan penelitian yang telah menguji perbedaan likuiditas saham syariah dengan saham non syariah dan mengkaji lebih dalam perbedaan faktor determinan likuiditas saham syariah dengan non syariah serta pengaruhnya. Kedua *research gap* tersebut menjadi alasan untuk menguji perbedaan likuiditas likuiditas saham syariah dengan saham non syariah dan mengkaji lebih dalam perbedaan faktor-faktor determinan likuiditas saham syariah maupun saham non syariah serta pengaruhnya.

Keterbaruan atau orisinalitas penelitian ini adalah kelangkaan penelitian yang membandingkan likuiditas saham syariah dan non syariah serta faktor determinannya, sampai saat ini belum ditemukan penelitian yang telah menguji



perbedaan likuiditas saham syariah dengan saham non syariah dan mengkaji lebih dalam perbedaan faktor determinan likuiditas saham syariah dengan non syariah serta pengaruhnya. Selain itu, penelitian ini didukung oleh data-data kualitatif dari pelaku pasar modal untuk melengkapi hasil temuan kuantitatif pada penelitian ini. Oleh sebab itu, penelitian ini diharapkan akan menambah pengetahuan tentang investasi di pasar modal khususnya investasi pada saham syariah yang masih jarang dilakukan dan dapat menarik benang merah tentang perbedaan saham syariah dan non syariah dari segi likuiditas saham dan faktor determinannya secara kuantitatif maupun kualitatif. Selain itu, melalui penelitian ini diharapkan dapat diketahui perilaku investor di pasar modal Indonesia dalam kaitannya dengan pengklasifikasian saham syariah.

1.2. Rumusan Masalah.

Berdasarkan latarbelakang yang telah dikemukakan sebelumnya maka masalah penelitian ini adalah:

1. Apakah likuiditas saham syariah mempunyai perbedaan yang signifikan dengan likuiditas saham non syariah pada industri manufaktur?
2. Apakah *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
3. Apakah *insider ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
4. Apakah *blockholder ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?



5. Apakah *foreign institutional ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
6. Apakah *volume perdagangan* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
7. Apakah harga saham mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah dan non syariah?
8. Apakah volatilitas *return* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
9. Apakah *market to book value* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
10. Apakah kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?
11. Apakah *size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham perusahaan syariah maupun non syariah pada industri manufaktur?

1.3. Tujuan Penelitian.

Tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang perbedaan likuiditas saham syariah dan non syariah pada industri manufaktur.
2. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *institutional ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.



3. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *insider ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
4. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *blockholder ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
5. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *foreign institutional ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
6. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *volume perdagangan* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
7. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh harga saham terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
8. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *volatilitas return* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
9. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh *Market to book value* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
10. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
11. Untuk menganalisis dan menguji guna mendapatkan bukti empirik tentang pengaruh ukuran perusahaan (*size*) terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi kepentingan teoritis dan praktis yang berkaitan dengan investasi di pasar modal khususnya pada saham syariah dan non syariah.

Bagi kepentingan teoritis maka manfaat penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Memberikan pengetahuan dan informasi bagi akademisi tentang perbandingan likuiditas saham syariah maupun non syariah, faktor determinan likuiditas saham syariah dan non syariah, serta perilaku para pelaku pasar dalam kaitannya dengan keberadaan pengklasifikasian saham syariah sebagai bahan acuan untuk penelitian-penelitian yang berkaitan saham syariah pada masa yang akan datang.
- Menambah khasanah ilmu manajemen keuangan, khususnya mengkonfirmasi teori mikrostruktur pasar (*market microstructure theory*), teori asimetri informasi dan teori keagenan yang berkaitan dengan determinan likuiditas saham syariah dan non syariah yang sampai saat ini belum terakomodasi pada penelitian yang ada.

Bagi kepentingan praktis maka manfaat penelitian ini ditujukan pada investor pasar modal dan pemerintah dalam hal ini BAPEPAM dan LK yang diantaranya sebagai berikut:

- Memberikan pengetahuan dan informasi bagi investor tentang perbedaan likuiditas saham syariah maupun non syariah dan faktor determinannya, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dan informasi dalam mengambil keputusan investasi saham syariah maupun non syariah khususnya pada industri manufaktur oleh investor.
- Memberi masukan kepada pemerintah dalam hal ini BAPEPAM dan LK tentang efektivitas pengklasifikasian saham syariah dalam mewadahi



kepentingan dari investor yang menerapkan syariah islam dalam berinvestasi di pasar modal. Selain itu, penelitian ini juga bermanfaat memberikan masukan kepada BAPEPAM dan LK tentang kriteria pengklasifikasian saham syariah, apakah sudah tepat dan dapat meningkatkan likuiditas pasar modal Indonesia.

Memberi masukan kepada pemerintah dalam hal ini BAPEPAM dan LK tentang pengembangan pasar modal yang berbasis syariah, sehingga diharapkan perkembangan pasar modal syariah akan lebih cepat dan benar-benar sesuai dengan tuntunan syariah islam.

Manfaat lebih lanjut yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Telaah mendalam perbedaan likuiditas saham syariah dan non syariah pada industri manufaktur.
2. Telaah mendalam pengaruh *institutional ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
3. Telaah mendalam pengaruh *insider ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
4. Telaah mendalam pengaruh *blockholder ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
5. Telaah mendalam pengaruh *foreign institutional ownership* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
6. Telaah mendalam pengaruh volume perdagangan terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.
7. Telaah mendalam pengaruh harga saham terhadap likuiditas saham syariah dan non syariah?
8. Telaah mendalam pengaruh volatilitas *return* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.



9. Telaah mendalam pengaruh *market to book value* terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.

10. Telaah mendalam pengaruh kebijakan dividen terhadap likuiditas saham syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.

11. Telaah mendalam pengaruh *size* terhadap likuiditas saham perusahaan syariah maupun non syariah pada industri manufaktur.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Hasil Penelitian Terdahulu.

Beberapa hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Sarin dan Shastri (2000) meneliti tentang struktur kepemilikan dan likuiditas saham. Penelitian ini meneliti 736 perusahaan yang terdaftar di *American Stock Exchange* (AMEX). Model analisis yang digunakan adalah metode kuadrat terkecil dua tahap (2SLS). Sarin dan Shastri membagi struktur kepemilikan menjadi *insiders* dan institusi. Sarin dan Shastri menemukan bahwa *insider ownership* berhubungan positif dengan *bid-ask spread* dan asimetri informasi, dan terdapat hubungan positif antara *bid-ask spread* dengan level dari *institutional ownership*.

- Rubin (2007) meneliti tentang hubungan antara struktur kepemilikan dengan likuiditas saham. Dalam penelitiannya Rubin membagi struktur kepemilikan ke dalam *ownership level* dan *ownership concentration*. *Ownership level* meliputi *institutional ownership* dan *insider ownership*, sedangkan *ownership concentration* meliputi *institutional blockholder* dan *insider blockholder*.

Pengukuran likuiditas yang digunakan ada dua macam, yaitu *trade-base measures* dan *order-driven measures*. Penelitian ini dilakukan di *New York Stocks Exchange* (NYSE) dengan periode penelitian selama lima tahun.

Rubin menemukan bahwa *ownership concentration* dan *ownership level* mempengaruhi likuiditas saham. *Institutional ownership* lebih mempengaruhi



likuiditas saham daripada *insider ownership*. Likuiditas mempunyai hubungan positif dengan total *institutional holdings*, tetapi berhubungan negatif dengan *institutional blockholdings*.

Rhee dan Wang (2009) meneliti hubungan *foreign institutional ownership* terhadap likuiditas pasar saham dan sebaliknya. Rhee dan Wang menggunakan periode sampel dari 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Agustus 2007 dimana seluruh datanya berasal dari Jakarta Stock Exchange (JSX) dan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Rhee dan Wang (2009) menemukan bahwa kepemilikan asing mempunyai dampak yang negatif terhadap likuiditas saham pada masa mendatang: peningkatan 10% kepemilikan asing pada bulan ini akan meningkatkan kira-kira 2% bid-ask spread, 3% penurunan pada depth dan 4% peningkatan pada sensitivitas harga pada bulan yang akan datang. Hal ini karena peningkatan kepemilikan asing pada saham perusahaan menyebabkan peningkatan asimetri informasi sehingga menurunkan likuiditas saham tersebut. Hasil penelitian ini bertentangan dengan pandangan bahwa kepemilikan asing meningkatkan likuiditas saham pada pasar yang sedang berkembang.

Helfin dan Shaw (2000) meneliti hubungan pemegang saham mayoritas terhadap likuiditas saham yang mengambil sampel 260 perusahaan di New York Stock Exchange (259 perusahaan) dan di American Stock Exchange (1 perusahaan) periode 1988-1989. Helfin dan Shaw menempatkan pemegang saham mayoritas sebagai variabel independen dan likuiditas pasar sebagai variabel dependen, sedangkan variabel harga saham, volatilitas, *return*, volume transaksi, volume perdagangan dan ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keberadaan pemegang saham mayoritas mengurangi likuiditas saham perusahaan.



Attig et al., (2006) membandingkan pengaruh pemegang saham mayoritas terhadap likuiditas saham antara negara dengan struktur kepemilikan tersebar dan negara dengan konsentrasi kepemilikan. Negara yang menjadi tempat penelitian yaitu Kanada dan negara-negara di Asia Timur sebagai negara dengan konsentrasi kepemilikan, sedangkan negara Amerika dan Jepang sebagai kepemilikan tersebar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemegang saham mayoritas berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham, baik di negara dengan kepemilikan tersebar maupun di negara dengan kepemilikan konsentrasi, namun dampak negatif yang lebih besar terjadi pada negara dengan kepemilikan konsentrasi.

- Frieder dan Martel (2006), meneliti hubungan struktur modal dengan likuiditas saham perusahaan. Penelitian ini dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) dengan periode penelitian 1988-1998. Dalam penelitian ini, leverage dan likuiditas saham perusahaan dihipotesiskan mempunyai hubungan timbal balik (dua arah) dengan variabel kontrol, *return variance*, ROA, kapitalisasi pasar, *volume* dan *institutional holding*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan hubungan timbal balik antara leverage dengan likuiditas saham perusahaan. Ketika tingkat leverage perusahaan naik maka likuiditas saham perusahaan naik. Sebaliknya ketika tingkat likuiditas perusahaan turun maka leverage perusahaan akan meningkat secara signifikan.

- Rosida (2008), meneliti tentang keterkaitan antara *institutional ownership*, *insider ownership* dan *blockholder ownership* terhadap likuiditas saham di Indonesia pada tahun 2004-2006. Pada penelitian ini, *institutional ownership*, *insider ownership* dan *blockholder ownership* ditempatkan sebagai variabel bebas, sedangkan likuiditas saham sebagai variabel tergantung dan variabel harga saham, volatilitas *return*, ukuran perusahaan dan *book to market ratio*



sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *institusional ownership* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap likuiditas saham, *insider ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap likuiditas saham, dan *blockholder ownership* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap likuiditas saham.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Pengertian dan Tujuan Ekonomi Syariah

System ekonomi syariah atau ekonomi Islam merupakan system ekonomi yang berlandaskan syariah Islam. Syariah menurut bahasa mempunyai banyak arti. Syariah berarti ketetapan dari Allah bagi hamba-hamba Nya. Syariah juga berarti jalan yang ditempuh oleh manusia atau jalan yang menuju ke air atau berarti jelas (Dzajuli, 2005 dalam Nafik, 2008). Pengertian syariah juga banyak disebutkan dalam Al-Qur'an, salah satunya dalam surat Al-Jaatsiyah ayat 18 sebagai berikut:

Kemudian Kami jadikan kamu berada di atas suatu syariah (aturan) dari urusan (agama) Kami itu. maka ikutilah syariah itu dan janganlah kamu ikuti hawa nafsu orang-orang yang tidak mengetahui (Al-Jaatsiyah 18).

Berdasarkan ayat diatas jelaslah bahwa (a) syariah itu dari Allah, (b) syariah harus diikuti dan (c) syariah tidak memperturutkan hawa nafsu.

Menurut Hanafi (1970) dalam Nafik (2008, hal. 35) menyatakan bahwa pada dasarnya pengertian syariah sepadan dengan pengertian agama (*al-millah*). Pengertian syariah tersebut meliputi seluruh ajaran agama baik berkaitan dengan aqidah, perbuatan lahir manusia dan sikap batin. Dengan kata lain, syariah itu meliputi Iman, Islam dan Ihsan. Syariah Islam merupakan aturan-aturan (ajaran) yang datangnya dari Allah SWT diturunkan (diwahyukan) kepada Rosullullah Muhammad SAW untuk disampaikan kepada umat manusia seluruh



alam semesta agar hidupnya sejahtera, damai, bahagia serta selamat di dunia sampai di akhirat.

Muhammad Syaltut (1996) dalam nafik (2008, hal. 36), mendefinisikan syariah sebagai pengaturan yang digariskan Allah SWT atau pokok-pokok yang digariskan Allah SWT agar manusia berpegang kepadanya. Di dalam syariah itu terdapat hubungan manusia dengan Tuhannya, manusia dengan saudaranya sesama muslim dan manusia dengan alam yang di dalamnya terdapat hubungan dengan kehidupan. Perbedaan aqidah dan syariah oleh Muhammad Syaltut tidak berarti memisahkan antara keduanya. Aqidah merupakan unsur pokok yang mendorong manusia untuk melaksanakan syariahnya.

Syariah adalah pedoman yang menjadi pegangan manusia dalam menuju rahmat Allah dan mendekat kepada-Nya (Al Maraghiy, 1970, hal. 261). Menurut Imam Al-Ghazali dalam Suyanto (2009, hal. 8), tujuan utama syariah adalah mendorong kesejahteraan manusia, untuk menjamin perlindungan agama (*diin*), jiwa (*nafs*), akal (*aql*), keturunan (*nasl*), dan harta (*maal*). Maka ekonomi syariah dapat didefinisikan sebagai ekonomi yang mendorong kesejahteraan manusia, untuk menjamin perlindungan terhadap agama (*diin*), jiwa (*nafs*), akal (*aql*), keturunan (*nasl*), dan harta (*maal*). Apa saja yang menjamin terlindungnya lima perkara ini berarti melindungi kepentingan umum dan dikehendaki (Chapra, 2000, hal.101).

Menurut Dumairy dalam Muhammad (2002, hal. 76) definisi ilmu ekonomi Islam (syariah) adalah sebagai berikut:

Ilmu ekonomi yang islami ialah ilmu ekonomi yang bernafaskan Islam, diciptakan dengan sendi dan landasan ajaran Islam. Teori dan model ekonomi yang islami ialah teori dan model ekonomi yang bernafaskan Islam. Teori ini disusun dan dibentuk dengan sendi yang berlandaskan ajaran Islam. Kebijakan ekonomi yang Islami ialah kebijakan ekonomi yang bernafaskan Islam, dirancang dan dilaksanakan dengan bersendikan dan berlandaskan ajaran Islam, yaitu suatu kehidupan yang perekonomiannya dijalankan berdasarkan ilmu, teori serta kebijakan yang bernafaskan Islam.



Tugas-tugas syariah menurut Qardhawi (2003, hal.77) berorientasi pada terwujudnya tujuan kemanusiaan yang terdiri atas kemaslahatan primer, sekunder dan tersier. Menurut Ibnu Qayyim dasar syariah adalah kebijaksanaan dan kemaslahatan manusia di dunia dan di akhirat. Kemaslahatan ini terletak pada keadilan, kasih sayang, kesejahteraan dan kebijaksanaan yang sempurna. Apapun penyimpangan dari keadilan akan menjadi penindasan, dari kasih sayang menjadi kekerasan, dari kesejahteraan menjadi kemiskinan dan dari kebijaksanaan menjadi kebodohan adalah sama sekali tidak sesuai dengan syariah (Al-Jauziyyah, 1955). Dengan demikian ekonomi syariah berdasar atas keadilan, kasih sayang, kesejahteraan dan kebijaksanaan yang sempurna di dunia dan di akhirat.

2.2.1.1. Prinsip-Prinsip Ekonomi Islam (Syariah)

Ekonomi konvensional yang mengedepankan kepentingan individu dan memaksimalkan kemanfaatan (utilitas) dapat mendatangkan bencana bagi kehidupan ekonomi manusia. Ekonomi konvensional cenderung meninggalkan nilai agama dan tidak lagi memikirkan apakah cara memperoleh rejekinya halal atau tidak. Setelah ekonomi konvensional menyebabkan terjadinya kemiskinan di tengah kemakmuran, konsumerisme, budaya permissive dan rupa-rupa bentuk pop-hedonisme, gaya hidup yang sekuler dan sinkretis dan lainnya yang bertentangan dengan nilai kemanusiaan serta nilai agama (Muhammad, 2002, hal 78).

Dampak negatif ekonomi konvensional (krisis sumber daya dan etika moral) ini memacu para ekonom mencari model dan sistem yang di dalamnya berunsurkan nilai moral. Sistem ekonomi islam merupakan salah satu alternatif sistem yang mulai diperhitungkan oleh para ekonom Islam maupun non-Islam.



Mereka mulai mengkaji kembali sistem perekonomian pada awal perkembangan Islam. Dari kajian tersebut, mereka menyimpulkan bahwa sistem ekonomi Islam memang berbeda dengan sistem ekonomi konvensional. Sistem ekonomi Islam mengedepankan prinsip agama (syariah) yang tidak mementingkan kehidupan dunia saja melainkan juga mementingkan kehidupan akhirat. Sistem ekonomi konvensional mengabaikan nilai-nilai agama dan hanya mementingkan kehidupan dunia saja.

Sistem ekonomi Islam (syariah) adalah sistem ekonomi yang menganut mekanisme pasar. Pasar dalam ekonomi Islam menganut sistem pasar bebas dan kendali. Artinya, jika diperlukan campur tangan pemerintah hal itu tidak diharapkan. Campur tangan pemerintah diperlukan dalam rangka menjamin kepentingan masyarakat dan menjaga pasar agar dapat berjalan sesuai dengan kondisi perekonomian yang seharusnya. Hal ini sejalan dengan prinsip ekonomi Islam yang tidak memandang kepentingan individu di atas kepentingan bersama dan harus berprinsipkan syariah.

Menurut Ibnu Qudamah dalam Islahi (1997), Rasulullah tidak pernah menetapkan harga, meskipun masyarakat menginginkannya. Menetapkan harga merupakan sesuatu ketidakadilan (*zulum*) yang dilarang. Akan tetapi, sejumlah hukum Islam (Maliki dan Hanafi) mendukung kebijakan pengaturan harga apabila harga yang terjadi tidak wajar dan merugikan masyarakat. Menurut Ibnu Taimiyyah dalam Islahi (1997) harga naik karena kekuatan pasar bukan ketidaksempurnaan pasar. Namun dalam hal darurat seperti musim kemarau dan perang, Ibnu Taimiyyah merekomendasikan pemerintah untuk menetapkan harga ketika terjadi ketidaksempurnaan pasar. Disamping itu Ibnu Taimiyyah juga sangat menentang diskriminasi harga atas penjual dan pembeli yang tidak mengetahui harga, atau terjadinya asimetri informasi antara para pedagang.



Menurut Ibnu Taimiyyah dalam Islahi (1997), ciri-ciri dan prinsip pasar dalam Islam adalah sebagai berikut:

- 1) Orang-orang bebas masuk dan meninggalkan pasar.
- 2) Perlunya informasi yang cukup mengenai kekuatan pasar dan barang-barang dagangan (komoditas).
- 3) Unsur-unsur monopolistik harus dihapuskan dari pasar.
- 4) Setiap penyimpangan dari pelaksanaan kebebasan ekonomi yang jujur, seperti sumpah palsu, takaran yang tidak tepat dan niat jelek dikecam oleh Islam. Demikian pula memproduksi dan memperdagangkan barang-barang komoditas yang tercela. Hal ini karena tidak baik terhadap kesehatan dan moral sesuai dengan norma Al-Qur'an (dilarang minum minuman keras, perzinahan dan perjudian).

Ekonomi Islam merupakan ekonomi yang mengakui mekanisme pasar dengan prinsip-prinsip dasar sebagai berikut (Nafik, 2008):

- 1) Kebebasan individu
- 2) Hak dan kepemilikan terhadap harta
- 3) Jaminan sosial
- 4) Distribusi kekayaan
- 5) Larangan menumpuk dan menimbun harta
- 6) Efisiensi
- 7) Kesejahteraan individu dan masyarakat

2.2.2. Pengertian dan Peran Pasar Modal

Fabozzi dan Modigliani (2003) mengklasifikasi pasar keuangan (*financial market*) berdasarkan lamanya waktu jatuh tempo aset keuangan yang diperdagangkan yaitu *money market* dan *capital market*. *Money market* adalah pasar yang memperdagangkan *financial asset* yang jatuh temponya jangka



pendek (kurang dari 1 tahun), sedangkan *capital market* adalah pasar yang memperdagangkan financial asset yang jatuh temponya dalam jangka panjang (lebih dari 1 tahun). Berdasarkan undang-undang pasar modal No. 8 tahun 1995 definisi pasar modal sebagai berikut: "Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek".

Jones (2002, hal. 28) menulis:

capital markets encompass fixed-income and equity with maturities greater than one year. Risk is generally much higher than in the money market because of the time to maturity and the very nature of the securities sold in the capital markets. Marketability is poorer in some cases. The capital market includes both debt and equity securities, with equity securities having no maturity date

Pasar modal merupakan pasar sekuritas jangka panjang yang meliputi sekuritas pendapatan tetap (obligasi) dan sekuritas ekuitas (saham) dengan jangka waktu jatuh tempo lebih dari satu tahun. Secara umum risiko di pasar modal lebih besar dibandingkan di pasar uang karena jangka waktu jatuh tempo dan karakteristik dasar dari penjualan sekuritas di pasar modal. Kemampuan untuk diperjualbelikan kadang-kadang lebih rendah pada beberapa kasus-kasus tertentu. Pasar modal termasuk baik sekuritas hutang dan ekuitas dengan sekuritas ekuitas yang tidak memiliki jatuh tempo.

Berdasarkan beberapa pengertian pasar modal yang telah diutarakan diatas maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal merupakan suatu institusi perantara yang menghimpun dana dari masyarakat pemodal dalam jangka panjang untuk disalurkan kepada sektor bisnis melalui perdagangan efek jangka panjang.

Pasar modal memiliki peranan yang sangat penting pada perekonomian suatu negara, antara lain adalah (Nafik, 2008):



- a. Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dengan penjual untuk menentukan harga surat berharga yang dijualbelikan.
- b. Alternatif penghimpun dana masyarakat di luar perbankan
- c. Memungkinkan para investor untuk melakukan diversifikasi sesuai dengan preferensi risiko dengan efektif dan efisien.
- d. Memberikan kesempatan kepada investor untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan
- e. Memberikan kesempatan kepada investor untuk menjual kembali surat berharga yang dimilikinya
- f. Menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian
- g. Mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga
- h. Memungkinkan terjadinya alokasi dana dan sumber daya lainnya dengan efisien.

Keberadaan pasar modal memberikan banyak manfaat bagi negara, masyarakat pemodal, dan perusahaan. Manfaat tersebut menurut Darmadji dan Fakhrudin (2001) antara lain adalah:

1. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.
2. Memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi
3. Menyediakan *leading indicator* bagi tren ekonomi Negara
4. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.

Bagi masyarakat khususnya, pasar modal memberikan daya tarik tersendiri untuk berinvestasi. Masyarakat dapat memilih alternatif investasi yang



memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.

2.2.3. Konsep Dasar Pasar Modal Syariah

Aktivitas-aktivitas perdagangan di pasar modal dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk dalam kegiatan *muamalah* yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan perniagaan. Menurut kaidah fikih, hukum asal dari kegiatan *muamalah* adalah *mubah* (boleh), kecuali ada dalil yang jelas melarangnya. Hal ini berarti ketika suatu kegiatan *muamalah* seperti pembiayaan dan investasi di pasar modal baru dikenal saat ini, maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat larangan dalam Al Qur'an dan Hadits yang secara implisit maupun eksplisit.

Ada beberapa larangan dalam kegiatan pembiayaan dan investasi oleh syariah yang antara lain adalah larangan transaksi yang mengandung *riba*. Larangan transaksi *riba* sangat jelas, karena itu transaksi di pasar modal yang di dalamnya terdapat *riba* tidak diperkenankan oleh Syariah. Syariah juga melarang transaksi yang di dalamnya terdapat spekulasi dan mengandung *gharar* atau ketidakjelasan yaitu transaksi yang di dalamnya dimungkinkan terjadinya penipuan (*khida*). Termasuk dalam pengertian ini, melakukan penawaran palsu (*najsy*); transaksi atas barang yang belum dimiliki (*short selling/bai'u maa laisa bimamluk*); menjual sesuatu yang belum jelas (*bai' al-ma'dum*); pembelian untuk perimbuhan Efek (*ihthikar*) dan menyebarkan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (*insider trading*) (Tim Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia, 2010).

Menurut Setiawan (2005), salah seorang peneliti The Indonesia Economic Intelligence, menyatakan bahwa dalam beberapa literatur Islam klasik



memang tidak ditemukan adanya terminologi investasi, pembiayaan maupun pasar modal. Akan tetapi sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan jual beli (*a/ bay*). Oleh karena itu untuk mengetahui apakah kegiatan investasi di pasar modal merupakan sesuatu yang dibolehkan atau tidak menurut syariah, perlu diketahui kegiatan-kegiatan di pasar modal terkait transaksi jual beli Efek.

Pasar modal syariah yang ideal dapat dicapai dengan Islamisasi empat pilar pasar modal yaitu: (a) Emiten (perusahaan) dan efek yang diterbitkannya didorong untuk memenuhi kaidah syariah, keadilan, kehati-hatian dan transparansi; (b) Pelaku pasar (investor) harus memiliki pemahaman yang baik tentang ketentuan *muamalah*, manfaat dan risiko transaksi di pasar modal; (c) Infrastruktur informasi bursa efek yang jujur, transparan dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar; (d) Pengawasan dan penegakkan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan secara adil, efisien, efektif dan ekonomis (Setiawan, 2005).

Prinsip-prinsip syariah dalam investasi dan pembiayaan keuangan pada dasarnya sama dengan pada kegiatan usaha lainnya yaitu prinsip kehalalan dan keadilan. Secara umum prinsip tersebut adalah (Tim Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia, 2010) :

- a. Investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dimana kegiatan usaha tersebut adalah spesifik dan bermanfaat sehingga atas manfaat yang timbul dapat dilakukan bagi hasil.
- b. Akad yang terjadi antara pemilik harta (investor) dengan pemilik usaha (Emiten), dan tindakan maupun informasi yang diberikan pemilik usaha (Emiten) serta mekanisme pasar (Bursa dan Self Regulating Organization



lainnya) tidak boleh menimbulkan kondisi keraguan yang dapat menyebabkan ketidakpastian (gharar).

c. Pemilik harta (investor) dan pemilik usaha (Emiten), tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuan (maysir) yang dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari.

d. Pemilik harta (investor), pemilik usaha (Emiten) maupun Bursa dan *Self Regulating Organization* lainnya tidak boleh melakukan hal-hal yang menyebabkan gangguan yang disengaja atas mekanisme pasar, baik dari segi penawaran (*supply*) maupun dari segi permintaan (*demand*).

2.2.4. Pengertian dan Tujuan Investasi

"investment can be defined as the commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time period", (Jones, 2002, hal. 3).

Investasi merupakan komitmen untuk mengikat dana pada satu atau lebih aset selama periode tertentu, dengan tujuan untuk memperoleh peningkatan kekayaan di masa yang akan datang. Investasi terkait dengan manajemen kekayaan investor, yaitu jumlah dari pendapatan sekarang dan *present value* pendapatan yang akan datang.

Tandelilin (2001, hal. 4) mendefinisikan investasi sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lain yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Menurut Antonio (2001) investasi adalah kegiatan usaha yang mengandung risiko karena berhadapan dengan unsur ketidakpastian, dengan demikian perolehan *return* tidak pasti dan tidak tetap merupakan risiko. Pengeluaran atau pengorbanan di sini dapat diartikan sebagai pengorbanan sumberdaya yang bersifat *tangible assets* misalnya dana dan properti, maupun yang bersifat *intangible assets* misalnya tenaga dan pikiran, (Nafik, 2008). Investasi berarti mengandung



kepastian dan ketidakpastian. Maksudnya, pengeluaran atau pengorbanan yang dilakukan sekarang merupakan kepastian. Sedangkan, harapan hasil lebih di masa datang merupakan sesuatu yang mungkin tercapai dan mungkin tidak tercapai (ketidakpastian). Menurut Reilly and Norton (2003, hal.3).

An investment is the current commitment of resources for a period time in the expectation of receiving future resources that will compensate the investor for: (1) the time the resources are committed, (2) the expected rate of inflation, and (3) the risk-uncertainty of the future payments.

Investasi adalah komitmen saat ini untuk menyimpan dana selama periode waktu tertentu sebagai harapan untuk mendapatkan dana di masa depan sebagai kompensasi investor untuk: (1) waktu selama dana disimpan, (2) tingkat inflasi yang diharapkan, dan (3) risiko dimana tingkat ketidakpastian pembayaran di masa depan. investor memperdagangkan sumber dana yang memiliki kepastian pada hari ini untuk mendapatkan sumber dana yang diharapkan di masa depan yang nilainya lebih besar daripada masa sekarang.

Sedangkan tujuan investasi adalah mendapatkan sejumlah keuntungan.

Dalam konteks perekonomian, menurut Tadeillin (2001) ada beberapa motif mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain

a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang.

Kebutuhan untuk mendapatkan hidup yang layak merupakan keinginan setiap manusia, sehingga upaya-upaya untuk mencapai hal tersebut di masa depan selalu akan dilakukan.

b. Mengurangi tekanan inflasi.

Faktor inflasi tidak pernah dihindarkan dalam kehidupan ekonomi, yang dapat dilakukan adalah meminimalkan risiko akibat adanya inflasi, hal demikian karena variable inflasi dapat mengoreksi seluruh pendapatan yang ada.

Investasi dalam sebuah bisnis tertentu dapat dikategorikan sebagai langkah mitigasi yang efektif.



c. Sebagai usaha untuk menghemat pajak.

Di beberapa negara belahan dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada usaha tertentu.

2.2.5. Risiko Investasi

Dalam melakukan investasi seorang investor selalu berhadapan dengan faktor risiko. Menurut Tandelilin (2001, hal. 48):

Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return aktual dengan yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut.

Adanya risiko atau ketidakpastian ini berarti investor akan memperoleh pengembalian di masa mendatang yang tidak dapat diketahui secara pasti.

Penyimpangan hasil pengembalian yang semakin besar menunjukkan bahwa investor akan menanggung risiko yang juga semakin besar. Risiko investasi dapat berbentuk risiko yang dapat disebar dan risiko yang tidak dapat disebar.

Menurut Tandelilin (2001), beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko atas suatu investasi, antara lain :

1. risiko suku bunga
2. risiko pasar
3. risiko inflasi
4. risiko bisnis
5. risiko finansial
6. risiko likuiditas
7. risiko nilai tukar mata uang
8. risiko negara



2.2.6. Pengertian dan Tujuan Investasi dalam Perspektif Islam

Definisi investasi yang telah dijelaskan pada sub bab sebelumnya merupakan definisi yang mendasarkan diri pada doktrin ekonomi konvensional.

Oleh sebab itu definisi investasi tersebut hanya menyentuh dimensi duniawi saja.

Meskipun, dalam definisi tersebut sudah mengandung ketidakkuasaan manusia untuk menentukan apa yang terjadi terhadap investasi mereka pada masa mendatang, gagal atau berhasil.

Islam sebagai *din* yang komprehensif (*syumul*) dalam ajaran dan normanya mengatur seluruh aktivitas manusia di segala bidang. Investasi sebagai salah satu bagian dari aktivitas perekonomian tidak dapat mengabaikan aspek postulat, konsep, serta diskursus yang menjadi *background* dalam pembentukan sebuah pengetahuan yang memiliki multidimensi yang mendasar dan mendalam. Scheiler dalam trichotomy pengetahuan menjelaskan bahwa ada 3 (tiga) jenis pengetahuan, yaitu yaitu pengetahuan instrumental (*herrshatswissen*), pengetahuan intelektual (*bildungswissen*) dan pengetahuan spiritual sebagaimana dituangkan oleh Rich dalam bukunya *the knowledge cyle*. (Huda, 2007).

Investasi merupakan salah satu ajaran dalam konsep Islam yang memenuhi proses gradasi (*tadrij*) dan *trichotomy* pengetahuan tersebut. Hal tersebut dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim. Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an surat al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:

Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat), dan bertaqwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan.



Demikian Allah SWT memerintahkan kepada seluruh hamba-Nya yang beriman untuk melakukan investasi akhirat dengan melakukan amal saleh sejak dini sebagai bekal untuk menghadapi hari perhitungan.

Dalam Al-Qur'an surat Lukman ayat 34 secara tegas Allah SWT. menyatakan bahwa tiada seorangpun di alam semesta ini yang dapat mengetahui apa yang akan diperbuat, diusahakan, serta kejadian apa yang akan terjadi pada hari esok. Sehingga dengan ajaran tersebut seluruh manusia diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal di dunia dan di akhirat:

Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari kiamat, dan Dialah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. Dan tiada seorang pun yang dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakan besok. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui lagi Maha Mengenal.

Selanjutnya, sebuah Hadist Nabi Muhammad SAW. Yang diriwayatkan oleh Imam Bukhari dan Muslim dari Ibnu Umar sebagai berikut:

Kunci-kunci gaib ada 5 (lima) yang tidak seorangpun mengetahui kecuali Allah SWT. Semata:

1. *Tidak ada yang mengetahui apa yang akan terjadi pada hari esok kecuali Allah.*
2. *Tidak ada yang dapat mengetahui kapan terjadi hari kiamat kecuali Allah.*
3. *Tidak ada yang dapat mengetahui apa yang terjadi atau yang ada dalam kandungan rahim kecuali Allah.*
4. *Tidak ada yang dapat mengetahui kapan turunnya hujan kecuali Allah.*
5. *Tidak ada yang dapat mengetahui di bumi mana seseorang yang akan wafat.*

Butir pertama, bermakna investasi dunia akhirat, dimana usaha atau pekerjaan sebagai bekal kehidupan dunia sekaligus usaha sebagai bekal akhirat tidak diketahui oleh seluruh makhluk. Pesan kedua, sebagai informasi bagi sekalian manusia untuk berinvestasi akhirat sebagai bekal yang memadai karena tidak seorangpun mengetahui kapan terjadinya hari kiamat yang pada hari itu telah ditutup pintu taubat serta amalan manusia. Ketiga, sebagai pesan untuk memiliki generasi yang berkualitas sebagai investasi jangka panjang bagi para



orang tua, dimana tidak seorang pun yang mengetahui seberapa besar kualitas kandungan yang ada dalam rahim seseorang. Keempat, pesan investasi dunia, dengan melakukan saving harta sebagai motivasi untuk berjaga-jaga di masa depan (*precautionary motivation*), karena turunnya hujan dari langit disimbolkan sebagai sumber rezeki (*wealth*) sebagaimana Fimar-Nya dalam beberapa ayat. Dan pesan kelima, merupakan anjuran untuk melakukan investasi akhirat sedini mungkin, karena tidak seorangpun yang mengetahui kapan dipanggil ke ribaan Allah SWT.

Selain itu, Allah SWT dalam Al-Qur'an surat al-Muzammil ayat 20 secara tegas menganjurkan untuk melakukan perjalanan di muka bumi untuk mencari karunia Allah SWT. Dengan salah satu bentuk *partnership* (*syirkah*) yaitu *mudharabah*. Selanjutnya, Allah SWT dalam surat An-Nisa' ayat 29 juga secara tegas melarang bagi seluruh hamba untuk memakan harta sesama secara batil dan perintah untuk melakukan perniagaan yang didasari dengan rasa saling ridha di antara pihak yang terlibat (Huda, 2007).

Berdasarkan uraian diatas maka Nafik (2008) mencoba untuk mendefinisikan investasi Islam adalah pengorbanan sumberdaya pada masa sekarang dengan niat memperoleh hasil yang lebih baik dan lebih besar di masa yang akan datang, baik langsung maupun tidak langsung berdasarkan syariah Islam yang *Kaffan* dalam rangka beribadah kepada Allah SWT untuk mencapai *falah* bersama bagi generasi sekarang dan generasi mendatang.

2.2.7. Saham Biasa

Saham merupakan bukti penyertaan modal oleh investor dalam suatu perusahaan. Investasi pada saham dapat dilakukan dengan cara membeli saham yang ditawarkan oleh emiten dalam pasar perdana atau membeli dari investor



lain yang menjual sahamnya di pasar sekunder. Menurut Husnan (2001) saham menunjukkan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT). Pemilik saham suatu perusahaan disebut sebagai pemegang saham, merupakan pemilik perusahaan. Tanggung jawab pemilik perusahaan yang berbentuk PT terbatas pada modal yang disetorkan.

Saham diterbitkan oleh perusahaan yang membutuhkan dana jangka panjang. Saham dibeli oleh individu atau institusi keuangan yang menginginkan investasi jangka panjang dan mendapatkan sebagian kepemilikan dalam sebuah perusahaan. Dengan demikian, pasar saham memfasilitasi transfer dana pada pertukaran saham. Pasar primer memungkinkan perusahaan untuk menerbitkan saham baru untuk investor, dan pasar sekunder memungkinkan investor untuk menjual saham yang mereka miliki sebelumnya. Dengan demikian, pasar primer memfasilitasi pendanaan baru perusahaan, pasar sekunder menciptakan likuiditas investor yang investasi dengan saham. Beberapa perusahaan mendistribusikan pendapatannya untuk pemegang saham berupa deviden; perusahaan lain menginvestasikan kembali semua pendapatannya jadi mereka dapat mencapai ekspansi yang lebih besar (Madura, 2003).

Saham biasa menunjukkan bagian kepemilikan di sebuah perusahaan. Masing-masing lembar saham biasa mewakili satu suara tentang segala hal dalam pengurusan perusahaan dan menggunakan suara tersebut dalam rapat tahunan perusahaan dan pembagian keuntungan (Bodie et al, 2006). Saham biasa merupakan salah satu jenis surat berharga yang dinamis diperdagangkan karena harga saham terbentuk oleh kekuatan antara penjual dan pembeli. Menurut Heath dan Zaima (2004), keuntungan yang diperoleh bagi investor yang telah memiliki saham, antara lain:



1. Keuntungan memperoleh *capital gain*, yaitu selisih positif antara harga pada saat membeli saham jika dibandingkan harga pada saat menjual saham tersebut di Bursa Efek.
2. Kemungkinan untuk memperoleh *dividen* berupa uang tunai atau saham (*dividen saham*).
3. Manfaat non finansial, yaitu timbulnya kebanggaan dan kekuasaan memperoleh hak suara dalam menentukan jalannya perusahaan.

2.2.8. Saham Syariah.

Saham syariah adalah saham-saham yang memiliki karakteristik sesuai dengan syariah Islam atau yang lebih dikenal dengan *syariah compliant*. Terdapat beberapa pendekatan untuk menyeleksi suatu saham apakah bisa dikategorikan sebagai saham syariah atau tidak (Kurniawan, T, 2008), yaitu:

Pendekatan jual beli. Dalam pendekatan ini diasumsikan saham adalah asset dan dalam jual beli ada pertukaran asset ini dengan uang. Juga bisa dikategorikan sebagai sebuah kerja sama yang memakai prinsip bagi hasil (*profit-loss sharing*).

Pendekatan aktivitas keuangan atau produksi. Dengan menggunakan pendekatan produksi ini, sebuah saham bisa diklaim sebagai saham yang halal ketika produksi dari barang dan jasa yang dilakukan oleh perusahaan bebas dari element-element yang haram yang secara *explicit* disebut di dalam Al-Quran seperti riba, judi, minuman yang memabukkan, zina, babi dan semua turunan-turunannya.

Pendekatan pendapatan. Metode ini lebih melihat pada pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan tersebut. Ketika ada pendapatan yang diperoleh dari Bunga (*interest*) maka secara umum kita bisa mengatakan bahwa saham perusahaan tersebut tidak syariah karena masih ada unsur riba disana. Oleh



karena itu seluruh pendapatan yang didapat oleh perusahaan harus terhindar dan bebas dari bunga atau *interest*.

Pendekatan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Dengan melihat ratio hutang terhadap modal atau yang lebih dikenal dengan *debt/equity ratio*. Dengan melihat ratio ini maka diketahui jumlah hutang yang digunakan untuk modal atas perusahaan ini. Semakin besar ratio ini semakin besar ketergantungan modal terhadap hutang. Akan tetapi untuk saat ini bagi perusahaan agak sulit untuk membuat rasio ini nol, atau sama sekali tidak ada hutang atas modal. Oleh karena itu ada toleransi-toleransi atau batasan seberapa besar "*debt to equity ratio*" ini. Dan masing-masing syariah indeks di dunia berbeda dalam penetapan hal ini. Namun secara keseluruhan kurang dari 45% bisa diklaim sebagai perusahaan yang memiliki saham syariah.

Instrumen pasar modal syariah diperdagangkan di pasar perdana dan pasar sekunder. Prinsip dasar pasar perdana adalah (Harahap, 2001):

1. Semua efek harus berbasis pada harta atau transaksi riil.
2. Tidak boleh menerbitkan efek utang untuk membayar kembali utang (*bay' al dayn bi al dayn*).
3. Dana atau hasil penjualan efek akan diterima oleh perusahaan.
4. Hasil investasi akan diterima pemodal (*shohibul maal*) yang merupakan fungsi dari manfaat yang diterima perusahaan dari dana atau harta hasil penjualan efek.
5. Tidak boleh memberikan jaminan hasil yang semata-mata merupakan fungsi dari waktu.

Sedangkan untuk pasar sekunder ada tambahan dari prinsip dasar pasar perdana:

1. Tidak boleh membeli efek berbasis *trend* (indeks).



2. Suatu efek dapat diperjualbelikan namun hasil (manfaat) yang diperoleh dari efek tersebut berupa kupon atau deviden tidak boleh diperjual belikan.
3. Tidak boleh melakukan suatu transaksi murabahah dengan menjadikan objek transaksi sebagai jaminan.

Adapun jenis instrumen pasar modal yang jelas diharamkan syariah adalah sebagai berikut:

1. *Preferred Stock* (saham istimewa)
Saham jenis ini diharamkan oleh ketentuan syariah karena terdapat dua karakteristik utama, yaitu:
 - a. Adanya keuntungan tetap (*pre-determinant revenue*). Hal ini menurut kalangan ulama dikategorikan sebagai riba.
 - b. Pemilik saham preferen mendapatkan hak istimewa terutama pada saat likuidasi. Hal ini mengandung unsur ketidakadilan.
2. *Forward Contract* *Forward contract* diharamkan karena segala bentuk jual beli utang (*dayn bi dayn*) tidak sesuai dengan syariah. Bentuk kontrak *forward* ini dilarang dalam Islam karena dianggap jual beli utang/piutang terdapat unsur ribawi, sedangkan terjadinya transaksi jual beli dilakukan sebelum tanggal jatuh tempo.
3. *Option* merupakan hak, yaitu untuk membeli dan menjual barang yang tidak disertai dengan *underlying asset* atau *real asset*. Transaksi *option* ini bersifat tidak ada (*non exist*) dan dinilai oleh kalangan ulama bahwa kontrak *option* ini termasuk *future*, yaitu mengandung unsur *gharar* (penipuan/spekulasi) dan *maysir* (judi).

Seiring perkembangan pasar modal, di Indonesia juga telah dikembangkan pasar modal syariah, dimana pada pertengahan tahun 2000 dikeluarkan *Jakarta Islamic Index (JII)*. Indeks ini mensyaratkan saham dengan jenis usaha utama dan ratio keuangan yang tidak bertentangan dengan prinsip



syariah dan diharapkan menjadi tolak ukur kinerja saham-saham yang berbasis syariah serta untuk lebih mengembangkan pasar modal syariah (PT.BEI,2008).

Jakarta Islamic Index (JII) terdiri dari 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariah Islam. Pada awal peluncurannya, pemilihan saham yang masuk dalam kriteria syariah melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Management. Akan tetapi seiring perkembangan pasar, tugas pemilihan saham-saham tersebut dilakukan oleh Bapepam – LK, bekerja sama dengan Dewan Syariah Nasional. Hal ini tertuang dalam Peraturan Bapepam – LK Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah. (PT.BEI,2008b).

2.2.8.1. Kriteria Pemilihan Saham Syariah dan Keunggulannya.

Berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, yang menggunakan pendekatan aktivitas keuangan atau produksi, pendapatan dan struktur modal yang dimiliki perusahaan maka jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai tidak memenuhi syariah Islam adalah:

- Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- Menyewakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung gharar dan maysir
- Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan atau menyediakan
- Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*)
- Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI, dan atau
- Barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat



- Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariaannya oleh DSN-MUI.

Sedangkan kriteria saham yang masuk dalam kategori syariah adalah:

- Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana yang diuraikan di atas.
- Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang / jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu
- Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:
 - Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% : 55%)
 - Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (revenue) tidak lebih dari 10%.

Berdasarkan kriteria saham yang masuk dalam klasifikasi syariah maka keunggulan-keunggulan berinvestasi pada saham syariah dibandingkan saham non syariah adalah sebagai berikut:

1. Saham syariah umumnya mempunyai *financial risk* yang lebih rendah dibandingkan dengan saham non syariah karena salah satu kriterianya adalah membatasi besarnya hutang pada struktur modal perusahaan (maksimal rasio hutang terhadap aset 45%)
2. Saham syariah memberikan ketentraman hati bagi investornya karena jelas dihalalkan oleh agama islam. Sehingga investor dapat mengharapkan berkah dalam berinvestasi.
3. Keberadaan saham syariah dapat mengurangi unsur spekulasi dan perdagangan saham yang tidak fair yang terjadi pada pasar modal karena saham syariah dapat dijadikan sarana berinvestasi dalam jangka panjang



sebab memiliki struktur modal bisa meminimalkan risiko kebangkrutan perusahaan.

2.2.9. Teori Struktur Mikro Pasar (*Market Microstructure*)

Definisi umum dari struktur mikro pasar adalah suatu study tentang mekanisme perdagangan yang digunakan pada surat berharga keuangan (Vishwanath dan Krishnamurti, 2009). Professor Maureen O'Hara (1995) dari Cornell University pengarang buku "*Market Microstructure*" menggambarkan struktur mikro pasar sebagai studi tentang proses dan hasil dari pertukaran aset berdasarkan seperangkat aturan-aturan tertentu. Oleh karena banyak dari para ahli ekonomi yang merasa abstrak terhadap mekanisme perdagangan, teori struktur mikro pasar memfokuskan pada bagaimana mekanisme perdagangan yang tertentu mempengaruhi proses pembentukan harga.

National Bureau of Economic Research (NBER) Amerika mendefinisikan struktur mikro pasar sebagai sebuah bidang studi yang ditujukan pada teori, empirik dan studi eksperimental pada ekonomi pasar surat berharga. Hal ini termasuk aturan informasi dalam proses penentuan harga, definisi, pengukuran dan pengendalian likuiditas dan biaya transaksi dan implikasinya terhadap efisiensi, kesejahteraan dan regulasi dari mekanisme-mekanisme perdagangan alternatif dan struktur pasar.

Pemahaman awal struktur mikro pasar adalah bahwa studi struktur mikro pasar tentang pembentukan *design* sebuah pasar saham yang superior. Akan tetapi, struktur mikro pasar lebih dari itu. Struktur mikro pasar memiliki perhatian yang lebih luas dari sejumlah ahli ekonomi keuangan, karena mempunyai implikasi terhadap penentuan harga aset, keuangan internasional dan keuangan perusahaan. Dasar pemikiran dari teori struktur mikro pasar adalah bahwa harga aset tidak harus merefleksikan informasi penuh (*full information*) dari nilai



pengharapan karena variasi dari friksi. Oleh sebab itu, struktur mikro pasar berkaitan dengan bidang investasi yang menyangkut nilai keseimbangan aset-aset keuangan. Struktur mikro pasar juga berkaitan dengan keuangan perusahaan tradisional karena perbedaan antara harga dan nilai memiliki potensi untuk mempengaruhi keputusan pembiayaan dan struktur modal yang diambil oleh manajer. Hubungan antara struktur mikro pasar dan bidang keuangan lain adalah relatif baru dan berkembang terus.

2.2.9.1. Pembentukan Harga

Menurut O'hara (2003) pasar mempunyai dua fungsi dasar, yaitu: pasar menyediakan likuiditas dan memfasilitasi penentuan harga. Harga aset secara jelas berkembang di pasar. Evolusi ini dipengaruhi oleh karakteristik para pemain di pasar dan sistem perdagangan yang sedang berlangsung. Teori struktur mikro pasar tradisional telah mengkatogorikan pedagang didasarkan pada sistem informasinya yaitu; *informed trader* dan *uninformed traders*. *Informed trader* memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya. *uninformed Investors* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Pada berbagai kasus, mereka distilahkan sebagai "*noise traders*" atau para investor yang gaduh karena perdagangan mereka didasarkan pada kepercayaan dan sentimen mereka yang tidak didasarkan pada informasi fundamental. Informasi diungkapkan di pasar melalui aktivitas perdagangan dari *informed trader* (Vishwanath, R. and Krishnamurti, C., 2009).

Untuk mengambil keuntungan penuh dari kepemilikan informasi yang superior, *informed investor* memiliki insentif untuk menurunkan harga secara perlahan dengan perdagangan mereka. Kadangkala mereka terlibat pada



perdagangan secara sembunyi-sembunyi seperti yang telah ditunjukkan oleh Chakravarty (2001) dengan menggunakan data pemeriksaan audit sampel perusahaan yang terdaftar di NYSE bahwa perdagangan dengan skala menengah berhubungan dengan perubahan harga saham kumulatif yang besar secara tidak seimbang relatif terhadap proporsi seluruh perdagangan dan volumenya. Hasil ini konsisten dengan prediksi dari hipotesa perdagangan secara sembunyi-sembunyi yang di diperkenalkan oleh Barclay and Warner (1993). Dalam tulisannya, mereka menyatakan bahwa *informed investor* menggunakan perdagangan dalam skala menengah daripada skala besar untuk mencegah informasi menjadi terlalu cepat terkandung pada harga saham. Chakravarty (2001) menemukan bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh institusi yang laporan atas ini berdampak pada harga saham kumulatif yang besar secara tidak proporsional. Temuan ini adalah sesuai dengan pandangan umum bahwa institusi adalah *informed trader*.

2.2.9.2. Informasi dan Keterbukaan

Ada banyak isu-isu seputar dengan struktur mikro pasar. Hal ini termasuk penyebaran dan keterbukaan informasi. Madhavan (2000) mendefinisikan transparansi pasar sebagai kemampuan dari para pelaku pasar untuk mengobservasi informasi tentang proses transaksi. Informasi pada konteks ini merujuk pada pengetahuan tentang harga, quote, volume, sumber-sumber arus order dan identitas dari pelaku pasar.

Isu-isu transtaransi telah menjadi isu yang penting dalam beberapa debat kebijakan pada saat ini. Sebagai contoh isu tentang keterlambatan pelaporan transaksi besar telah menjadi kontroversi yang tinggi dan berlanjut menjadi isu-isu pasar saham dengan bentuk aturan pelaporan yang berbeda



tentang hubungan perdagangan. isu-isu yang berkaitan secara langsung menyangkut konsekuensi-konsekuensi perbedaan dalam keterbukaan transaksi antar pasar. Perbedaan ini dapat mempengaruhi perpindahan arus order dan oleh sebab itu mempengaruhi likuiditas dan biaya transaksi.

Praktek yang berarti atas keterbukaan pasar telah memberikan peningkatan terhadap teori dan literature empiris yang luas. Khususnya, beberapa peneliti telah mempelajari konsekuensi dari ketidakterbukaan informasi tentang identitas pedagang atau motif-motif mereka melakukan perdagangan. Isu ini muncul dalam beberapa situasi berbeda, seperti berikut,

- Transparansi dan pelaporan post-trade
- Pre-disclosure dari tujuan untuk melakukan perdagangan seperti sunshine trading atau pengungkapan ketidakseimbangan order pada pembukaan atau selama penutupan perdagangan.
- Perdagangan dual-capacity, dimana broker juga berfungsi sebagai dealer.
- Front-ranning, dimana broker memperdagangkan secara langsung order konsumen.
- Aturan limit order yang tertutup pada system perdagangan yang terotomatisasi.
- Pilihan system perdagangan berdasarkan *floor* atau terotomatisasi.
- Pengungkapan perdagangan *counterparty*.

2.2.9.3. Hubungan Struktur Mikro Pasar dengan Bidang Keuangan lain.

Pengukuran likuiditas yang populer adalah *bid-ask spread* yang berbeda dengan harga *bid* dan *ask* yang dikutip (*quote*) oleh suatu dealer yang mempunyai peran penting dalam suatu pasar saham. *Bid-ask spread* dapat dinilai sebagai harga yang diisyaratkan oleh dealer untuk menyediakan eksekusi



order dengan segera. Amihud and Mendelson (1986) menentukan hubungan antara *bid-ask spread* dengan return saham. Jika investor menganalisa nilai suatu saham yang didasarkan pada return bersih dari biaya transaksi mereka, kemudian mereka seharusnya meminta tingkat *return* yang lebih tinggi untuk *spread* saham yang tinggi sebagai kompensasi mereka atas biaya transaksi yang tinggi. Oleh sebab itu keputusan investasi seharusnya berkaitan dengan pertimbangan-pertimbangan likuiditas sebagai tambahan dari risiko. Walaupun seorang investor bisa menurunkan risiko dengan memegang suatu portofolio yang terdiversifikasi, namun biaya ketidaklikuidan tidak bisa didiversifikasi.

Disamping tingkat *return* yang diisyaratkan, likuiditas juga mempengaruhi periode memegang sebuah saham. Biaya yang disebabkan oleh *bid-ask spread* harus ditanggung oleh investor hanya ketika selama periode memegang saham tersebut. Suatu premi dibayarkan ketika saham tersebut dijual dan sebuah harga konsensus ditentukan dalam penjualan periode memegang yang lebih lama akan menurunkan secara efektif biaya transaksi per unit waktu. Semakin lama periode memegang saham investor, semakin rendah return tambahan yang diisyaratkan untuk mengkompensasi *bid-ask spread*. Oleh sebab itu, saham dengan *bid-ask spread* yang tinggi akan dipegang oleh investor dalam periode yang lebih lama. Sebaliknya, investor jangka pendek akan memegang saham yang memiliki *spread* rendah. Amihud and Mendelson (1986) menunjukkan secara empirik bahwa return surat berharga merefleksikan persentase *bid-ask spread*. *Gross return* yang diobservasi cenderung meningkat seiring dengan peningkatan *spread*. Hasil penelitian ini memiliki beberapa implikasi bagi manajer investasi. Pertama, investasi yang memiliki likuiditas yang rendah diisyaratkan untuk menghasilkan return yang lebih tinggi bagi investornya. Kedua, manajer portofolio disarankan untuk memberikan perhatian pada horizon investasi *client* mereka. *Client* dengan periode yang lebih lama mampu



menahan beban atas aset-aset yang tidak likuid dalam portofolionya.

Sedangkan investor yang horizon investasinya jangka pendek seharusnya diarahkan untuk memegang sekuritas yang memiliki spread rendah.

Kerangka penelitian Amihud et al. (1997) menitikberatkan pada keuntungan-keuntungan likuiditas yang meningkatkan investasi. Sebagai konsekuensi dari peningkatan likuiditas melalui *spread*, nilai dari saham suatu perusahaan akan meningkat. Hal ini secara efektif menurunkan biaya modal perusahaan. Amihud et al. (1997) mencatat perubahan yang besar atas harga

saham perusahaan mengikuti semakin likuidnya sistem perdagangan di bursa Tel Aviv. Ada beberapa implikasi tentang hasil penelitian Amihud dan Mendelson (1988) diantaranya adalah, Pertama, perubahan tertentu dalam likuiditas memiliki

efek yang lebih besar terhadap biaya modal perusahaan ketika likuiditas saham sudah tinggi dibandingkan ketika likuiditas saham rendah. Oleh sebab itu, perusahaan yang memiliki likuiditas saham yang sudah tinggi memiliki keuntungan yang lebih untuk berinvestasi lebih jauh seiring dengan peningkatan likuiditas sahamnya. Kedua, investasi tertentu pada proyek yang sedang

meningkat likuiditasnya dapat menghasilkan penurunan yang lebih besar pada biaya modal dan keuntungan yang lebih besar untuk perusahaan yang likuiditasnya rendah. Ketiga, keuntungan dari peningkatan likuiditas adalah proporsional dengan nilai awal perusahaan. Oleh sebab itu, kita seharusnya

mengestimasi perusahaan-perusahaan yang lebih besar untuk menghasilkan keuntungan yang lebih. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan besar lebih

suka berinvestasi pada proyek-proyek yang meningkatkan likuiditasnya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil. Terakhir, untuk beberapa saham-saham yang sedang mengalami penurunan likuiditas daripada

peningkatan likuiditasnya, mempunyai implikasi bahwa biaya untuk meningkatkan likuiditas melebihi keuntungan potensial. Bharath and Dittmar



(2007) menunjukkan secara empiris bahwa perusahaan-perusahaan yang sahamnya memiliki likuiditas yang rendah adalah lebih memungkinkan untuk *going private* sebagai akibat dari *go public* yang mereka telah lakukan (Vishwanath, R. and Krishnamurti, C., 2009).

2.2.10. Teori Asimetri Informasi (*Information Asymmetry*).

Asimetri informasi (*information asymmetry*) yaitu suatu kondisi di mana ada ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi (*preparer*) dengan pihak pemegang saham dan *stakeholder* pada umumnya sebagai pengguna informasi (*user*).

Teori-teori pengaruh asimetri informasi pada pasar aset yang diperdagang secara publik pertama kali diformulasikan pada literatur ekonomi meskipun penerapannya pada pasar keuangan dikenal dengan cepat. Dua orang pioner analisis asimetri informasi secara teoritis dalam literatur ekonomi adalah Akerlof (1970) dalam Ogden, et al. (2002). Akerlof (1970) mengenalkan pertama kali analisa implikasi dari asimetri informasi secara teoritis pada pasar yang memperdagangkan aset di pasar publik. Akerlof mengumpamakannya pada pasar mobil bekas. Dimana mobil yang diperdagangkan dari yang berkualitas sangat bagus (*excellent*) sampai yang jelek yang dia istilahkan dengan *lemon*. Kemudian pemilik mobil ini bermaksud menjual mobil-mobil mereka untuk berbagai alasan dimana para pembeli tidak ada yang mengetahui (tidak dipercaya pembeli). Sehingga, asimetri informasi terjadi antara pembeli dan penjual. (Ogden, 2002)

Kompetisi pasar barang, kepemilikan dan kontrol perusahaan yang terpisah menciptakan asimetri antara manajemen perusahaan dan pasar keuangan berdasarkan nilai informasi yang relevan tentang perusahaan. Kepentingan pemegang saham perusahaan yang telah *go public* adalah memaksimalkan



nilai pasar dari *equity* perusahaan dan pemegang saham dapat merencanakan suatu cara sebuah kontrol yang sempurna terhadap manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Untuk menciptakan nilai untuk pemegang sahamnya, manajemen harus mengembangkan rencana dan operasi strategis yang akan menghasilkan keuntungan dari hasil operasinya pada pasar produk atau jasa yang bersaing.

Tentu saja, berbagai rencana dan operasi strategis yang dirahasiakan oleh perusahaan-perusahaan pesaing. Sebagai konsekuensinya pihak manajemen merahasiakan rencana strategis dan operasinya meskipun kepada pemegang sahamnya karena pihak kompetitor bisa saja juga sebagai pemegang saham perusahaan tersebut, sehingga apabila informasi strategis dan operasi dipublikasikan maka para pesaing dapat memanfaatkan informasi tersebut dalam memenangkan persaingan di pasar. Oleh sebab itu, pihak manajemen umumnya dan semestinya memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi operasi perusahaan. Dengan demikian nilai saham perusahaan sebenarnya adalah diperuntukkan bagi pemegang saham, kreditor dan pasar secara keseluruhan. Permasalahan ini menimbulkan implikasi implikasi yang penting, yaitu:

- a. Penekanan yang lebih jauh aturan manajemen di dalam perusahaan yang kepemilikannya terpisah.
- b. Menimbulkan pertanyaan tentang nilai pasar dari surat berharga perusahaan.
- c. Dapat mempengaruhi struktur modal dan *governance* yang optimal
- d. Menimbulkan permasalahan dalam penentuan syarat-syarat kontrak yang optimal dengan pihak manajemen.
- e. Dapat mempengaruhi beberapa aspek dari kebijakan dan strategi keuangan perusahaan.



Menurut Scott (2000), terdapat dua macam asimetri informasi yaitu *adverse selection* dan *moral hazard*. *Adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan investor pihak luar. Dan fakta yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan informasinya kepada pemegang saham. Sedangkan dalam *moral hazard*, yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan.

Ogden (2002) menyatakan bahwa kualitas pasar saham sangat berhubungan dengan efisiensi informasinya. Oleh sebab itu, harga saham merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Jika seluruh informasi secara bebas tersedia untuk semua investor (seperti pada pasar yang ideal), pada kondisi ini pasar dikatakan efisien kuat. Akan tetapi, dalam kondisi asimetri informasi, penciptaan pasar efisiensi yang kuat merupakan suatu persoalan.

Pokok permasalahannya adalah bahwa beberapa investor atau pedagang memiliki akses pada informasi yang bersifat privat yang tidak tersedia bagi investor lain. Jika harga pasar pada saat tertentu tidak merefleksikan informasi yang bersifat privat tersebut, investor yang memiliki informasi *privat* ini (*informed traders*) dapat memperoleh keuntungan dari aktivitas perdagangannya dengan investor yang relatif tidak mempunyai informasi tersebut (*uninformed traders*).

Jika kondisi ini semacam ini terjadi dan kronis, *uninformed traders* tidak akan mungkin mendapatkan keuntungan walaupun hanya keuntungan normal surat berharga perusahaan. Pada kasus yang ekstrim, pasar surat berharga akan gagal.



Dalam beberapa penelitian, tingkat asimetri informasi dikaitkan dengan *bid and ask spread*. Besar kecilnya *spread* mencerminkan besar kecilnya biaya yang ditanggung oleh pelaku pasar. Salah satu komponen biaya yang ditanggung oleh *market maker* yang terkandung dalam *spread* saham adalah *adverse selection cost*. *Adverse selection cost* adalah biaya kesenjangan informasi (asimetri informasi). Biaya ini timbul ketika terdapat pelaku pasar yang memiliki informasi yang lebih baik dibanding pelaku pasar lain mengenai perkiraan perubahan harga dari sekuritas yang diperdagangkan (Bollen *et al.*, 2004).

2.2.10.1. Asimetri Informasi Menurut Pandangan Islam.

Keterbukaan dan transparansi (*full disclosure*) merupakan syarat terbentuknya pasar yang *fair*, sehingga Islam melarang perdagangan yang mengandung *tadlis* (manipulasi dan penipuan) dalam bentuk apapun. Pilar perdagangan menurut Islam adalah kejujuran (*sidiq*), dapat dipercaya dan mempercayai (*amanah*), harus menyampaikan informasi ke pasar, tidak boleh menyimpan dan menggunakan informasi untuk kepentingan sendiri (*tabliq*), harus melakukan analisis dan pertimbangan yang masak-masak dan tidak boleh gegabah dalam jual beli (*fathonah*) (Nafik, 2008).

Penting menjaga kejujuran, amanah, *tabliq* dan *fathonah* dalam berdagang dijelaskan dalam beberapa hadist sebagai berikut:

Pedagang yang jujur dan dapat dipercaya (penuh amanah) adalah bersama para nabi, orang-orang yang membenarkan risalah nabi (shiddiqin) dan para syuhada (orang yang mati syahid). (HR. At Tirmidzi dan di-hasan-kannya dari Abu Sa'id al Khudri)

Penjual dan pembeli mempunyai hak untuk menentukan pilihan selama belum saling berpisah, maka jika keduanya berlaku jujur dan menjelaskan yang sebenarnya maka diberkati transaksi mereka, namun jika keduanya saling menyembunyikan kebenaran dan berdusta, maka mungkin keduanya mendapatkan keuntungan tetapi melenyapkan keberkahan transaksinya. (HR. Mutafaq 'Alaih dari Hakim bin Hizam)



Tidak boleh bagi seseorang menjual sesuatu kecuali dengan menjelaskan apa yang ada padanya, dan tidak boleh bagi orang yang mengetahuinya kecuali harus menjelaskannya. (HR. al Hakim)

Janganlah kamu mencegat rombongan pedagang dan barang siapa yang menerima barangnya maka pemilik barang tersebut berhak memilih (pembatalan transaksi atau diteruskan) setelah ia sampai di pasar. (HR. Ibnu Abbas, Abu Hurairah dan Anas)

Tidaklah halal seseorang menjual sesuatu, melainkan hendaklah dia menerangkan kekaurangan (cacat) yang ada pada barang itu. (HR. Ahmad)

Jauhilah banyak sumpah dalam jual beli, karena sesungguhnya hal itu betul melariskan dagangan, akan tetapi menghapuskan keberkatan. Rasulullah sangat tidak menyukai perkataan yang banyak menggunakan sumpah ini karena mereka bersumpah, setelah mereka banyak berbuat dosa, mereka bersumpah setelah mereka bohong. (HR. Muslim)

Hadist-hadist yang telah dikemukakan di atas dengan tegas menjelaskan bahwa faktor *full disclosure* merupakan faktor utama dalam membentuk pasar yang *fair*. Hal ini diharuskan agar tidak ada pihak yang mendapatkan keuntungan di atas normal dengan mengeksploitasi pihak lain yang tidak mempunyai informasi yang memadai baik tentang pasar maupun komoditi (sekuritas) yang diperdagangkan. Setiap penyimpangan dari pelaksanaan kebebasan ekonomi yang jujur, seperti sumpah palsu, takaran yang tidak tepat, dan niat jelek dikecam oleh Islam karena akan merusak mekanisme pasar dalam menjawab permasalahan ekonomi (Nafik, 2008).

2.2.11. Teori Keagenan (Agency Theory).

Masalah keagenan (*Agency Problem*) terjadi ketika satu atau lebih individu yang disebut *principal*, menyewa individu atau organisasi lain yang disebut sebagai agen untuk melakukan sebuah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut (Brigham dan Houston, 2004). Teori keagenan (*agency theory*) adalah teori yang menjelaskan



mengenai hubungan yang terjadi antara pemegang saham dan kreditor (principal), dengan manajer perusahaan (agen). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan sebuah kontrak yang terjadi antara manajer (agent) dengan pemilik perusahaan (principal). Wewenang dan tanggung jawab agent maupun principal diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama. Pernyataan diatas menjelaskan bahwa pemegang saham menugaskan satu orang atau lebih manajer untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaan, serta mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan dalam perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2004:26) terdapat 2 tipe *agency problem* (masalah keagenan), yaitu (1) masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer, dan (2) masalah keagenan pemegang saham (melalui manajer) dan pemilik hutang. Pada masalah keagenan yang pertama ini, terjadi ketika manajer tidak memiliki 100% saham di perusahaan tersebut. Apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh perorangan, maka manajer akan berusaha untuk memperkaya atau menguntungkan dirinya sendiri. Tetapi ketika manajer menjual kepemilikannya pada pihak luar, maka akan terjadi konflik dimana manajer tidak akan menikmati 100% dari usahanya karena harus dibagi dengan pemegang saham lain.

Pada masalah keagenan yang kedua ini, terjadi karena kreditor memiliki hak atas laba perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok hutang. Sebagai gambaran mengenai masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditor, akan dijelaskan dalam contoh kasus dibawah ini. Kreditor memberikan bunga atau tarif hutang, salah satunya berdasarkan tingkat risiko dari proyek yang dijalankan oleh perusahaan. Kemudian pemegang saham melalui manajer menjalankan proyek dengan risiko yang lebih tinggi dan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pula dari sebelumnya. Apabila proyek berhasil, maka pemegang saham mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi, sedangkan kreditor



terap mendapatkan bunga seperti sebelumnya. Jadi dapat dikatakan kreditor harus menanggung risiko yang lebih tinggi dengan tingkat pengembalian yang sama.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997) terdapat 2 tipe masalah keagenan, yaitu (1) masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham dan (2) masalah keagenan antara *blockholder* (pemegang saham mayoritas) dan pemegang saham minoritas. Pada masalah keagenan pertama telah dijelaskan diatas, dan sering terjadi di negara-negara seperti Amerika dan Inggris yang kepemilikannya relatif terdispersi atau menyebar. Pada masalah keagenan yang kedua, lebih banyak terjadi dinegara-negara kontinental Eropa dan Asia termasuk Indonesia yang kepemilikan saham relatif terkonsentrasi.

Faccio et al. (2001) menyatakan bahwa masalah keagenan yang muncul antara pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas adalah tindakan mencurangi, yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas. Karena pemegang saham mayoritas dapat mengendalikan manajemen, maka keputusan-keputusan yang diambil dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Keberadaan pemegang saham mayoritas selain dapat merugikan pemegang saham minoritas juga dapat berguna karena dapat mengurangi biaya keagenan.

2.2.12. Likuiditas Saham

Gitman dan Madura (2001) mendefinisikan likuiditas surat berharga adalah kemudahan surat berharga tersebut di konversi ke dalam kas tanpa mengalami kehilangan nilai yang besar. Berdasarkan definisi ini maka terdapat dua dimensi likuiditas yaitu "kecepatan" dan "tanpa kehilangan nilai yang besar". "Kecepatan" berkaitan dengan kemudahan surat berharga tersebut



diperjual belikan, sedangkan “tanpa kehilangan nilai yang besar” artinya apabila investor pemilik surat berharga tersebut ingin menjualnya maka harga jual surat berharga tersebut tidak mengalami kejatuhan yang dalam dimana investor mengalami kerugian yang besar seperti pedagang yang mengobral barang dagangannya agak cepat terjual meskipun dia rugi. Definisi likuiditas surat berharga yang lebih lengkap diberikan oleh Ogden et al (2002, hal.75) yaitu:

The liquidity of a security as defined in term of and investor's ability to buy or sell the security quickly, at a low transaction cost, and at a price that reflects it's fair market value.

Berdasarkan dari definisi ini maka surat berharga likuid adalah surat berharga yang dapat cepat diperjualbelikan, dengan biaya transaksi yang rendah dan harga pasar yang fair.

Menurut Sarin dan Shastri (2000) pasar yang likuid adalah jika biaya membeli dan menjual saham dalam jumlah besar adalah rendah. Dengan kata lain, pasar mampu menyerap dan menyediakan saham perusahaan dalam jumlah yang besar dengan biaya yang rendah. Hal ini hanya bisa terjadi jika terdapat banyak pembeli dan penjual dipasar saham yang aktif dalam setiap sesi perdagangan di pasar modal tersebut, sehingga pihak pembeli dan penjual mudah untuk memperjualkan surat berharga yang diinginkan dengan biaya yang rendah. Hasbrouck dan Schwartz dalam Rosida (2008) menyatakan bahwa pasar yang likuid ditentukan oleh *depth*, *breadth*, dan *resiliency*. *Depth* merupakan eksistensi kedekatan harga pasar dengan penawaran jual atau beli saham. *Breadth* adalah eksistensi dan penawaran dalam volume yang substansial. *Resiliency* adalah kemampuan dari penawaran baru untuk merespon perubahan harga yang disebabkan oleh aliran penawaran jangka pendek yang tidak seimbang. Ketidakseimbangan penawaran ini mengindikasikan adanya *mismatch* antara ketersediaan penjual dan pembeli pada waktu yang sama.



Ogden et al. (2002) menyatakan bahwa kualitas perdagangan saham ditentukan oleh *float*, *turn over*, dan *bid-ask spread*. *Float* saham merupakan besarnya saham yang potensial dan aktif diperdagangkan. *Turn over* merupakan rasio dari jumlah saham yang beredar pada periode tertentu dengan jumlah saham yang beredar, sedangkan *bid-ask spread* menurut Hamilton (1991) dalam Nugroho (2006) adalah persentase selisih antara *bid-price* dengan *ask-price*. *Bid-price* mempunyai arti harga beli tertinggi yang diinginkan oleh dealer, sedangkan *ask-price* adalah harga jual terendah yang ditawarkan oleh dieler untuk pembeli.

Namun, menurut Rubin (2007) karena likuiditas saham memiliki banyak dimensi maka tidak ada satu pengukuran likuiditas pun yang dapat menangkap semua dimensi likuiditas saham tersebut. Selanjutnya, Rubin (2007) mengklasifikasikan pengukuran likuiditas saham menjadi dua, yaitu *trade-base measures* dan *order-driven measures*. Dimana *trade-base measures* lebih berkaitan dengan perilaku perdagangan para pemilik saham, sedangkan *Order-driven measures* lebih berkaitan dengan biaya *adverse selection* atau biaya asimetri informasi yang terdapat dalam struktur kepemilikan saham tersebut.

Bollen et al., (2004, hal 99) yang mengutip penelitian Stoll (1978) menyatakan :

....that market maker cost fall into three categories: order processing cost, inventory-holding cost, and adverse selection cost

Order processing cost (biaya pemrosesan transaksi) adalah biaya yang berhubungan dengan penyediaan pelayanan yang diberikan oleh pasar modal. Biaya tersebut meliputi biaya sewa ruang, biaya komputer, biaya tenaga kerja, dan biaya pelayanan informasi.

Inventory-holding cost (biaya kepemilikan saham) merupakan cerminan risiko dan *opportunity cost* yang harus ditanggung investor sejak memegang



saham sampai menjualnya kembali (Bollen et al., 2004). Besar kecilnya biaya ini tergantung pada likuid tidaknya saham yang dimiliki oleh investor. Ketika seorang investor memiliki saham yang sulit untuk diperdagangkan (tidak likuid), maka investor tersebut akan menanggung risiko ketidakpastian dan *opportunity cost* yang besar. *Opportunity cost* ini dikarenakan selama memiliki saham tersebut, investor tidak dapat memanfaatkan dana yang tertanam dalam saham untuk kepentingan lain. Sebaliknya, ketika seorang investor memiliki saham yang mudah diperdagangkan (likuid), maka investor tersebut akan menanggung risiko dan *opportunity cost* yang jauh lebih kecil. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin likuid sebuah saham, semakin kecil biaya kepemilikan saham yang terbentuk.

Adverse selection cost (biaya kesenjangan informasi) Biaya ini timbul ketika terdapat pelaku pasar yang memiliki informasi yang lebih baik dibanding pelaku pasar lain mengenai perkiraan perubahan harga dari sekuritas yang diperdagangkan (Bollen et al., 2004). Pelaku pasar ini biasanya disebut sebagai *informed* dan *uninformed trader*. Pernyataan ini didukung oleh pendapat Harris (2002, hal. 8-2) yang mengatakan:

Informed trader can form reliable opinions about whether instruments are fundamentally undervalued or overvalued.

Sebaliknya, *uninformed trader* adalah trader yang tidak tahu akan nilai sekuritas (apakah *undervalued* atau *overvalued*), karena tidak memiliki informasi mengenai sekuritas tersebut.

Adanya *informed trader* dalam perdagangan saham menyebabkan kerugian pada *uninformed trader*. Hal ini dikarenakan *informed trader* akan cenderung berperilaku *adverse selection* ketika bertransaksi dengan *uninformed trader*. *Adverse selection* adalah tindakan *informed trader* untuk menjual saham



ketika *uninformed trader* menawarkan *bid price* yang terlalu tinggi dan membeli ketika *uninformed trader* menawarkan *ask price* yang terlalu rendah.

Selanjutnya, Crockett (2008, hal. 14) mendefinisikan likuiditas pasar sebagai berikut:

The ability to undertake transactions in such a way as to adjust portfolios and risk profiles without disturbing underlying prices.

Likuiditas pasar adalah kemampuan untuk melakukan transaksi dalam sedemikian cara untuk menyesuaikan portofolio dan profil risiko tanpa mengakibatkan penurunan harga asset yang dalam. Crockett (2008) juga mengklasifikasikan dimensi likuiditas saham menjadi empat dimensi, yaitu; *depth*, *tightness*, *immediacy* dan *resilience*. Dimensi *depth* menunjukkan besarnya nilai transaksi saham yang dapat diserap oleh pasar tanpa menyebabkan kejatuhan harga yang dalam atas saham tersebut. Dimensi ini dapat dilihat dari banyaknya volume order jual dan order beli saham di pasar.

Semakin besar order jual atau beli, maka semakin mudah bagi para investor untuk melakukan transaksi jual atau beli tanpa menyebabkan kejatuhan harga saham tersebut. Dengan kata lain, semakin banyak sekuritas yang diperdagangkan, semakin dalam pasar sekuritas tersebut. Kedalaman juga menggambarkan kemampuan pasar untuk menyerap order pembelian dan penjualan yang besar tanpa perubahan yang mencolok yang juga berarti semakin likuid saham tersebut. Dimensi *tightness* menunjukkan besarnya biaya transaksi yang ditanggung oleh investor setiap kali transaksi. Semakin rendah biaya transaksi yang ditanggung investor, maka semakin likuid saham yang dimiliki investor tersebut. Selanjutnya, dimensi *immediacy* merupakan dimensi yang mengukur kecepatan saham untuk dapat ditransaksikan. Semakin cepat saham dapat ditransaksikan, maka semakin kecil risiko yang ditanggung oleh investor yang juga berarti semakin likuid saham tersebut. Yang terakhir dimensi



resilienci menunjukkan kecepatan harga saham tersebut kembali pulih setelah mengalami kejatuhan.

Dalam penelitian ini, tingkat likuiditas saham diukur dengan menggunakan *depth, relative spread*. *Depth* digunakan untuk mengukur dimensi *depth*, sedangkan *relative spread* digunakan untuk mengukur besarnya dimensi *tightness* dan *immediacy* dari saham. *Depth* merupakan jumlah (volume) saham pada *bid price* ditambah dengan jumlah (volume) saham pada *ask price*.

$$D_{it} = ASK_{it} \times Q_{it}^A + BID_{it} \times Q_{it}^B \quad (1)$$

Keterangan:

D_{it} = *Depth*

ASK_{it} = harga penawaran jual pada saham i pada hari t yang terbaik

BID_{it} = harga permintaan beli pada saham i pada hari t yang terbaik.

Q_{it}^A = volume saham i yang ditawarkan di hari t pada harga yang terbaik.

Q_{it}^B = volume saham i yang diminta di hari t pada harga yang terbaik.

Relative spread merupakan selisih *ask price* dan *bid price* dibagi rata-rata *bid price* dan *ask price*.

Keterangan:

$$RS = \frac{ASK_{it} - BID_{it}}{\frac{ASK_{it} + BID_{it}}{2}} \quad (2)$$

Keterangan:

RS = *Relative Spread*

2.2.12.1. Likuiditas Saham Menurut Pandangan Islam.

Telah banyak dijelaskan bahwa Islam mengajarkan jual beli didasarkan atas suka sama suka dan melarangnya dengan cara yang batil. Seperti yang disebutkan dalam surat An Nisaa' ayat 29:



Hai orang-orang yang beriman janganlah kamu makan harta yang ada diantara kamu dengan jalan batil melainkan dengan jalan jual beli, suka sama suka diantara kamu. (QS 4 ; An-Nisaa' : 29)

Hadist riwayat Baihaqi dan Ibnu Majah:

Jual beli harus dipastikan harus saling suka sama suka. (HR. Baihaqi dan Ibnu Majah)

Dari Ali, katanya, "Rasulullah SAW. Pernah Melarang jual beli orang yang terpaksa, jula beli gharar dan penjualan buah sampai dapat dicapai. (HR. Abu Dawud)

Berdasarkan Surat An Nisaa' dan hadits Baihaqi dan Ibnu Majah di atas maka bursa efek harus memberikan jaminan kepada investor untuk memperoleh kebebasan dan kemudahan dalam membeli dan menjual sekuritas kapanpun mereka inginkan atau terdapat jaminan likuiditas. Jaminan likuiditas bagi para investor merupakan salah satu faktor yang akan membuat bursa efek menjadi bergairah dan berjalan dengan sehat serta fair. Apabila bursa efek tidak mempunyai kemampuan likuiditas maka para investor akan dirugikan karena mereka akan kesulitan dalam menjual dan membeli komoditi (sekuritas) yang diinginkan. (Nalik, 2008)

Pasar yang likuiditasnya rendah akan membuat mekanisme permintaan dan penawaran tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya sehingga harga akan dapat dipermainkan. Harga dapat menjadi rendah atau tinggi dengan tanpa mencerminkan kondisi perekonomian yang sebenarnya, baik secara mikro (emiten) maupun makro.

2.2.13. Faktor-Faktor Determinan Likuiditas Saham.

Ada banyak faktor yang menentukan likuiditas saham yang telah diteliti oleh beberapa orang peneliti seperti; Levine dan Zervos (1998), Sarin dan Shastri (2000), Bekaert et al (2002), Forde dan Rydge (2006), Rubin (2007),



Rhee and Wang (2009) dan lain-lain. Faktor-faktor determinan yang diteliti pada penelitian ini adalah: struktur kepemilikan (*institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*), volume perdagangan, harga, volatilitas *return*, *market to book value*, kebijakan dividen dan *size*.

2.2.13.1. Struktur Kepemilikan

Pada umumnya struktur kepemilikan suatu perusahaan terdiri dari manajer dan direktur perusahaan tersebut, institusi keuangan, investor individual, dan perusahaan-perusahaan lainnya. Kepemilikan perusahaan oleh manajer dan direktur perusahaan itu sendiri disebut sebagai *insider*. Sedangkan kepemilikan perusahaan oleh institusi keuangan investor individual, dan perusahaan lain disebut sebagai *outsider*.

Menurut Rubin (2007) struktur kepemilikan perusahaan dapat dibagi menjadi berikut :

1. *Ownership Level* yang dibagi menjadi yaitu *institutional ownership* dan *insider ownership*.
2. *Ownership concentration* yang diwakili oleh *blockholder ownership*.

Berkaitan dengan struktur kepemilikan dalam perusahaan terdapat dua *agency problem* yang mungkin muncul yaitu *agency problem* antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976) serta *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). *Agency problem* antara manajer dan pemegang saham terjadi di negara seperti Amerika, yaitu negara dengan struktur kepemilikan perusahaan yang tersebar di banyak pemegang saham. Struktur kepemilikan ini memungkinkan manajer untuk menjalankan perusahaan sesuai keinginannya tanpa memperhatikan kepentingan dari pemegang saham. Hal tersebut



dikarenakan tidak adanya pihak yang memiliki hak kontrol lebih untuk memonitor aktivitas manajer dalam mengelola perusahaan. Sebaliknya, *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas terjadi di negara seperti Indonesia, yaitu negara dengan struktur kepemilikan tertutup. Di dalam struktur kepemilikan ini, pemegang saham mayoritas memiliki hak kontrol untuk mengendalikan kebijakan perusahaan, yang biasanya menyebabkan munculnya tindakan-tindakan yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas.

2.2.13.2. Kepemilikan Institusi (*Institutional Ownership*)

Menurut Sarin dan Shastri (2000) *institutional ownership* merupakan persentase saham beredar yang dimiliki oleh institusi. Menurut Reilly dan Norton (2003 : 167) *institutional ownership* merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau pemegang saham yang berbentuk badan hukum yang biasanya terdiri dari reksadana, dana pensiun, perusahaan asuransi, *endowments*, dan bank.

Han et al. (1999) menyatakan kepemilikan institusi pada perusahaan memiliki implikasi terhadap biaya keagenan perusahaan tersebut. Kepemilikan oleh institusi secara signifikan dapat mengurangi biaya keagenan atas fungsi *monitoring* pemegang saham terhadap pihak manajemen. Pengawasan oleh pemilik modal dari investor institusi akan membantu memastikan bahwa manajer bertindak dalam kapasitas sesuai dengan kepentingan pemegang saham (Amidu dan Abor, 2006). Pengaruh investor institusi terhadap likuiditas saham lebih jauh didorong oleh pengaruh praktek-praktek perdagangan mereka terhadap harga saham. (Sarin dan Shastri, 2000). Perdagangan yang dilakukan oleh pihak insitutsi sering kali melibatkan transaksi saham dalam jumlah yang besar. Hal ini sangat berdampak pada harga dan likuiditas saham perusahaan yang



sahamnya diperjualbelikan. Selain itu, hasil penelitian Rubin (2007) yang menunjukkan bahwa transaksi saham yang dilakukan *Institutional holding* lebih sering dilakukan dibandingkan transaksi yang dilakukan oleh investor-investor lainnya. Oleh sebab itu *Institutional holding* mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham.

Teori struktur mikro pasar tradisional telah mengkatagorikan pedagang didasarkan pada sistem informasinya yaitu; *informed trader* dan *uninformed traders*. *Informed trader* memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya, *uninformed Investors* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Chakravarty (2001) menemukan bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh institusi yang laporan atas ini berdampak pada harga saham kumulatif yang besar secara tidak proporsional. Temuan ini adalah sesuai dengan pandangan umum bahwa institusi adalah *informed traders*. Untuk menutupi kerugian-kerugian yang mungkin terjadi sebagai akibat dari perdagangan yang dilakukan oleh pihak *informed traders* maka *market makers* (*dealer*) meningkatkan biaya asimetri informasi atau *adverse selection cost* pada *bid-ask spread* saham yang bersangkutan. Oleh sebab itu, semakin tinggi kepemilikan institusi atas saham suatu perusahaan maka semakin besar *bid-ask spread* saham perusahaan tersebut. Dengan kata lain, kepemilikan institusi mempunyai pengaruh negatif terhadap likuiditas saham perusahaan.

Beberapa hasil penelitian juga menunjukkan bahwa transaksi *institutional* lebih memungkinkan mengendalikan atau menguasai informasi (Ali et al., 2004; Pinnuk, 2004; Ke dan Petroni, 2004; Bushee dan Goodman, 2007), dan kepemilikan institusi yang besar meningkatkan informasi asimetri (Dennis dan Weston, 2001; Brockman dan Yan, 2009) dan volatilitas return (Sias, 1996; Xu



dan Malkiel, 2003; Gabaix et al., 2006; Wang 2007), Sehingga kepemilikan institusi (*institutional ownership*) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham.

2.2.13.3. Kepemilikan Manajerial (*Insider ownership*)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak-pihak yang berada dalam perusahaan, atau dengan kata lain semua pihak yang terlibat langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan, dan mereka juga dapat memperoleh informasi langsung dari dalam perusahaan. Menurut peraturan perundangan yang berlaku di Indonesia UU No. 8 1995 pasal 95 yang dimaksud dengan *insider* adalah (1) komisaris, direktur, atau pegawai emiten atau perusahaan publik; (2) pemegang saham utama emiten atau perusahaan publik; (3) orang- perorangan yang karena kedudukannya atau profesinya atau karena hubungannya dengan emiten, atau perusahaan publik memperoleh informasi dari dalam perusahaan.

Kepemilikan saham oleh manajer dapat mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham lainnya. Ini disebabkan karena manajer akan bertindak untuk kepentingannya yang juga termasuk pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan ketika manajer hanya memiliki sedikit ekuitas, maka pihak dalam mungkin akan menggunakan aktiva perusahaan untuk keuntungan pribadi. Senada dengan pendapat tersebut Farinha (2003) menyatakan bahwa ketika kepemilikan orang dalam perusahaan meningkat, maka sangat memungkinkan biaya keagenan dapat dikurangi sebab manajer juga turut menanggung biaya tersebut dengan kepemilikan saham yang besar.

Peningkatan presentase kepemilikan saham oleh manajer menyebabkan manajer akan selalu melakukan aktivitas yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Namun dalam prakteknya, kepemilikan sejumlah saham oleh



manajer dapat menimbulkan *entrenchment problem*, yaitu apabila manajer memiliki presentase yang tinggi atas saham, maka mereka akan memiliki posisi yang kuat dalam perusahaan. Sehingga pemilik saham lain akan kesulitan dalam mengendalikan tindakan manajer. Keadaan ini akan membuat manajer menjadi leluasa dalam melaksanakan apa yang menjadi tujuan pribadinya tanpa mempertimbangkan kepentingan pemegang saham lain.

Glosten dan Milgrom (1985) menyatakan bahwa salah satu faktor yang menyebabkan ketidaklikuidan saham adalah keberadaan *informed trades*. Salah satu pihak yang dikelompokkan sebagai *informed trades* adalah pihak *insider* suatu perusahaan. Seyhun (1986) menunjukkan bahwa perdagangan yang dilakukan oleh pihak *insider* mengakibatkan perubahan yang tidak normal pada harga saham perusahaan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *insider ownership* dalam sebuah perusahaan dapat mempengaruhi likuiditas saham.

Chiang dan Venkatesh (1988) menyatakan bahwa *inside shareholdings* juga dinilai sebagai pihak yang memiliki akses informasi privat terhadap perusahaan yang dipandang sebagai pihak *informed* oleh *dealer* saham, dan mempunyai kontribusi terhadap penilaian perusahaan atas tingkat asimetri informasi suatu perusahaan oleh *dealer*. Hal ini meningkatkan *spread* dan *return* saham yang diharapkan oleh investor. Menurut Kothare (1997), serta Sarin dan Shastri (2000) *insider ownership* berhubungan positif dengan *bid-ask spreads* dan asimetri informasi. Kepemilikan *insider* yang semakin besar mengakibatkan probabilitas terjadinya *insider trading* juga semakin besar sehingga semakin besar pula *bid-ask spreads* dan asimetri informasinya, yang berarti likuiditas saham perusahaan akan semakin menurun. Hasil penelitian Forde dan Rydge (2006) menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan *insider* yang rendah memiliki dampak yang positif terhadap likuiditas saham, sedangkan tingkat kepemilikan *insider* yang tinggi menurunkan likuiditas saham.



Berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, Rubin (2007) menyatakan bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan *effective spread* (ES) saham, dengan kata lain semakin besar persentase *insider ownership* di dalam suatu perusahaan semakin tinggi likuiditas saham perusahaan tersebut (ES semakin kecil). Hal ini menunjukkan bahwa penerapan peraturan tidak diperbolehkannya *insider trading* pada periode penelitian tersebut telah *effective* diterapkan dibandingkan dengan periode penelitian sebelumnya, dimana *insider* tidak diperbolehkan bertransaksi saham perusahaan karena memiliki informasi yang bersifat *privat*.

2.2.13.4. Blockholders Ownership

Pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham mayoritas akan memiliki kendali dan pengaruh terhadap keputusan-keputusan yang dibuat oleh perusahaan melalui hak suara yang dimiliki. Kepemilikan saham mayoritas terhadap perusahaan biasa disebut dengan *blockholders ownership*. *Blockholder* adalah pemegang saham di luar kepemilikan publik yang memiliki saham sebesar 5% atau lebih dari jumlah saham yang beredar (Rubin, 2007; Hafin dan Shaw, 2000).

Di Amerika Serikat, kepemilikan 5% dari jumlah saham yang beredar sudah signifikan dalam RUPS, namun di Indonesia masih banyak investor yang menguasai lebih dari 50% dari jumlah saham yang beredar. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat mempunyai struktur kepemilikan menyebar (*dispersed ownership*) sehingga dengan kepemilikan saham 5% sudah dapat mengendalikan perusahaan, sedangkan perusahaan yang listing di BEJ memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi (*closely held*) sehingga kepemilikan saham sebanyak 5% belum dapat mengendalikan perusahaan.



Di Indonesia peraturan mengenai pengendali perusahaan di atur dalam UU Pasar Modal 1995, Keputusan Ketua Bapepam Kep.05/PM/2002 dan Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No. Kep-305/BEJ/07-2004. Pengendali perusahaan terbuka adalah pihak yang memiliki saham 25% atau lebih yang mempunyai kemampuan baik langsung maupun tidak langsung untuk mengendalikan perusahaan.

Semakin besar proporsi *blockholder ownership* dalam perusahaan maka diperkirakan semakin besar pengawasan terhadap operasi perusahaan (Morck, et al.,1988), sehingga dapat menurunkan biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan (McConnell dan Servaes, 1990; Barclay dan Holderness, 1991; dan Bethel, et al., 1998). Akan tetapi *blockholder ownership* mempunyai biaya potensial bagi perusahaan, karena pengawasan tersebut dapat memberikan akses *privat* atas informasi perusahaan yang mempunyai nilai *relevan* kepada *blockholders* atau yang disebut sebagai pihak *informed trader* dalam pasar modal. Hal ini tentu saja menyebabkan ketidakadilan pada transaksi yang terjadi di pasar modal, karena ada pihak yang mendapatkan akses informasi privat atas nilai perusahaan dan ada yang tidak memiliki informasi tersebut atau yang disebut dengan *uninformed trader*. Brennan dan Subrahmanyam (1996) menemukan keberadaan *informed trader* secara signifikan meningkatkan asimetri informasi dan *adverse selection cost* pada pihak *uninformed trader*. Hal ini berdampak pada ketidaklikuidan suatu saham dan meningkatkan *return* yang diharapkan investor. Para pelaku pasar menghilangkan kerugian atas *informed traders* dengan mengenakan biaya *spread* yang lebar dan mengurangi jumlah saham yang mereka tawarkan sebagai respon atas peningkatan kemungkinan *informed trading* tersebut. Proksi untuk *informed trading* diadopsi sebagai tingkat *informed trading* yang terjadi di pasar tidak secara langsung dapat diobservasi.



Konsentrasi kepemilikan perusahaan yang secara luas digunakan di dalam literatur untuk menguji hubungan antara informed trading dan ketidaklikuidan saham. Hafin dan Shaw (2000) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar memungkinkan untuk menjadi *informed* ketika mereka memiliki akses terhadap informasi yang mempunyai nilai relevan. Semakin besar kepemilikan suatu saham semakin tinggi konsentrasi kepemilikan saham dan semakin besar proporsi informed traders di pasar. Hal ini menciptakan asimetri informasi dan mempunyai kontribusi terhadap ketidaklikuidan saham.

Hasil penelitian Rubin (2007) serta Hafin dan Shaw (2000) menyatakan bahwa *institutional blockholding* berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham. Menurut Kothare (1997) semakin besar konsentrasi kepemilikan saham semakin besar *bid and ask spread*. Hal ini terjadi karena pihak yang memiliki konsentrasi kepemilikan saham yang semakin tinggi dipandang oleh *dealer* saham sebagai pihak informed yang dinilai berkontribusi terhadap peningkatan asimetri informasi, sehingga meningkatkan *spread* dan *return* saham yang diharapkan oleh *dealer* (Chiang dan Venkatesh, 1988).

2.2.13.5. Foreign Institutional Ownership

Foreign institutional ownership merupakan ukuran tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh institusi asing. Biasanya *foreign institutional ownership* menunjukkan ketertarikan institusi asing untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut.

Keterbukaan pasar keuangan domestik terhadap investor asing, yang sering kali merupakan bagian dari liberalisasi keuangan secara keseluruhan, diharapkan dapat meningkatkan likuiditas pasar lokal. Stulz (1999) menyatakan bahwa partisipasi oleh lembaga keuangan internasional yang besar akan meningkatkan likuiditas pasar lokal melalui keterbukaan informasi yang lebih baik



dan perdagangan yang lebih aktif. Hasil penelitian Levine dan Zervos (1998) dan Bekaert et al (2002) menunjukkan bahwa likuiditas pasar meningkat setelah liberalisasi pasar saham dalam perekonomian yang sedang tumbuh. Selain itu, Bekaert et al (2007) menunjukkan pengaruh yang positif dari tingkat keterbukaan atas para investor asing terhadap likuiditas pada pasar modal yang sedang berkembang. Akan tetapi hasil penelitian ini bertentangan dengan yang telah dilakukan Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi asing menurunkan likuiditas saham. Faktor yang menyebabkannya adalah kepemilikan saham oleh institusi yang besar meningkatkan tingkat asimetri informasi (Dennis and Weston, 2001; Agarwal, 2007; Rubin, 2007; Brockman and Yan, 2009).

Pada pasar yang sedang berkembang, institusi asing dianggap memiliki pengalaman yang lebih baik, pelatihan yang lebih baik dan juga memiliki informasi perusahaan-perusahaan yang lebih baik. Kepemilikan yang tinggi seringkali menyebabkan anggota dewan direksi perusahaan diperuntukkan bagi institusi asing. Hal ini tidak menjadi permasalahan jika saham dibagi kepada sejumlah kecil investor domestik, dan dapat menurunkan asimetri informasi antara investor asing dengan investor dalam negeri. Lebih jauh lagi, perusahaan-perusahaan besar pada *emerging market* sering kali mempunyai ikatan dengan pemerintah dan industri lokal. Jika mayoritas kepemilikan berpindah ke institusi asing, saluran informasi informal dapat menjadi lemah atau sebaliknya sangat ketat. Perusahaan milik investor "asing" yang berasal dari investor lokal akan menurunkan likuiditas sahamnya.

Selain institusi asing seringkali melakukan transaksi dalam jumlah besar di pasar yang sedang berkembang. Kehadiran transaksi besar ini dapat mengakibatkan *imperfect competition* pada penawaran likuiditas meskipun



setelah pengontrolan lingkungan informasi (Kihistrom, 2001; Pritsker, 2002) yang pada akhirnya menurunkan likuiditas saham.

2.2.13.6. Volume transaksi

Volume transaksi merupakan ukuran tingkat aktivitas perdagangan. Volume transaksi menunjukkan besarnya jumlah saham yang ditransaksikan oleh *trader* dalam satu hari perdagangan. Besarnya volume transaksi bergantung pada alasan *trader* dalam melakukan transaksi tersebut.

Ada dua alasan seorang *trader* melakukan transaksi yaitu, alasan informasi dan alasan likuiditas (Sharpe, et al., 1997). Apabila seorang *trader* melakukan transaksi dengan alasan informasi, maka *trader* tersebut akan meningkatkan volume transaksinya ketika memiliki banyak informasi, dan informasi tersebut tidak tersedia di pasar secara umum. Sebaliknya, ketika *trader* hanya memiliki sedikit informasi, maka *trader* akan mengurangi jumlah transaksinya. Transaksi seperti ini disebut *informed trading*.

Di sisi lain, seorang *trader* yang melakukan transaksi dengan alasan likuiditas, akan menjual sekuritasnya dalam jumlah besar ketika *trader* tersebut membutuhkan dana dalam bentuk kas. Sebaliknya, seorang *trader* akan membeli sekuritas dalam jumlah besar ketika *trader* tersebut memiliki kelebihan dana, *trader* seperti ini disebut *liquidity trader*.

Pada saham-saham yang aktif, yang memiliki volume transaksi tinggi, tingkat kehadiran *informed trader* lebih rendah dibandingkan tingkat kehadiran *liquidity trader*. Pernyataan ini diperkuat oleh hasil penelitian Easley et al., (1996, hal. 1428):

...that the risk information-based trading is lower for active stock than it is for infrequently traded securities.



Oleh karena itulah, saham-saham bervolume tinggi memiliki nilai *spread* yang rendah dibandingkan saham-saham bervolume rendah. Semakin besar volume transaksi suatu saham juga menunjukkan semakin besar order jual (beli) dari saham tersebut, yang berarti bahwa saham tersebut cepat berputar atau berpindah tangan. Hal ini berarti volume transaksi memiliki pengaruh positif terhadap likuiditas saham, atau dengan kata lain, semakin tinggi volume transaksi semakin tinggi pula likuiditas saham (Sarin dan Shastri, 2000; Frieder dan Martel, 2006; Corwin, 1999).

2.2.13.7. Harga Saham

Harga pasar saham merupakan harga yang disepakati bersama antara pembeli dan penjual yang terjadi pada perdagangan saham di pasar sekunder.

Harga pasar saham dapat mengalami kenaikan maupun penurunan di dalam aktivitas perdagangan. Perubahan harga saham memberikan petunjuk mengenai tingkat kegairahan dan kelesuan aktivitas pasar modal serta investor dalam melakukan jual beli saham (Silalahi, 1991). Selain itu, Harga saham merupakan indikator yang baik untuk mengukur prestasi perusahaan, yaitu mengukur keberhasilan manajemen dalam memaksimalkan nilai perusahaan atas nama pemegang saham. Jadi pada prinsipnya, semakin baik kinerja perusahaan maka semakin meningkat permintaan saham yang bersangkutan, sehingga harga saham akan mengalami peningkatan.

Harga saham merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi saham. Harga yang terlalu tinggi berpengaruh terhadap kemampuan investor untuk membeli saham tersebut, sehingga berdampak pada likuiditas saham tersebut. Sebaliknya, harga saham yang terlalu rendah mengakibatkan saham tersebut juga tidak menarik dan berpotensi tidak aktif diperdagangkan sehingga berpengaruh terhadap likuiditas sahamnya.



Beberapa penelitian tentang likuiditas saham telah memasukkan harga sebagai variabel kontrol dalam penelitiannya. Harga saham mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham perusahaan yang berarti semakin tinggi harga saham perusahaan semakin likuid saham perusahaan tersebut (Hafin dan Shaw, 2000; Sarin dan Sastri, 2000; Attig, et al. 2006; Agarwal, 2009; dan Rubin, 2007). Sebaliknya hasil penelitian Forde dan Rydge (2006) menunjukkan bahwa harga saham mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham di Australia Stock Exchange. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham yang terlalu tinggi maupun rendah mempunyai potensi melemahkan likuiditas saham.

2.2.13.3. Volatilitas return

Return merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan ketika melakukan investasi. *Return* didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang diperoleh atau diharapkan dari suatu investasi selama periode tertentu. Tingkat keuntungan tersebut meliputi dividen dan *capital gain (loss)*. Besarnya tingkat keuntungan (*return*) yang berubah-ubah setiap saat menggambarkan terjadinya volatilitas *return*.

Sumber terjadinya volatilitas *return* berasal dari risiko perusahaan (*company risk*) dan volatilitas pasar saham (*stock market volatility*) (Hirschey, 2001). Risiko perusahaan adalah risiko yang disebabkan oleh faktor-faktor internal perusahaan seperti kualitas manajemen perusahaan, *leverage* operasi dan *leverage* keuangan, serta perubahan kualitas produk perusahaan. Risiko ini dapat diatasi investor dengan melakukan diversifikasi investasi. Sebaliknya, volatilitas pasar saham adalah pergerakan nilai pasar saham secara keseluruhan, yang disebabkan oleh faktor-faktor di luar perusahaan, seperti



inflasi dan tingkat suku bunga. Oleh karena sumber volatilitas *return* adalah risiko, maka besarnya volatilitas *return* akan menunjukkan besarnya risiko yang terkandung di dalam investasi tersebut yang dapat diukur dengan standar deviasi *return* saham.

Di samping dapat menunjukkan besarnya risiko, volatilitas *return* secara tidak langsung juga dapat mengukur tingkat asimetri informasi antar pelaku pasar (Andersen, 1996). Semakin tinggi volatilitas *return*, semakin tinggi pula tingkat asimetri informasi (*adverse selection*) antar pelaku pasar. Semakin tinggi asimetri informasi, berarti semakin besar *bid-ask spread* yang terbentuk, sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi volatilitas *return*, semakin tinggi pula *bid-ask spread* yang terjadi. Dengan kata lain, volatilitas *return* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham (Corwin 1999; Heflin dan Shaw, 2000; Sarin dan Shastri, 2000; Frieder dan Martel, 2006; Forde dan Rydge, 2006; Rubin, 2007).

Ketika volatilitas *return* saham terlalu tinggi, para pelaku pasar cenderung mengurangi order jual (beli) yang dilakukannya. Tindakan ini dilakukan untuk mengurangi risiko kerugian bertransaksi dengan *informed trader*. Semakin tinggi volatilitas *return*, berarti semakin rendah order jual (beli) atau *depth* yang terjadi, sehingga dapat disimpulkan bahwa volatilitas *return* berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham, yang artinya semakin tinggi volatilitas *return* saham, maka semakin rendah likuiditas saham.

2.2.13.9. Market To Book Value (MBV)

Rasio *market to book value* (MBV) adalah rasio yang membandingkan antara nilai saham menurut harga pasar dengan harga saham berdasar harga buku (*book value*). Rasio ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.



Secara umum, *ratio market to book value* (MBV) adalah sebuah indikator penting dalam investasi walaupun sebagian menganggap sudah kurang relevan lagi karena berbagai alasan. Namun bagaimanapun juga *ratio market to book value* ini merupakan rasio yang secara luas dipakai diberbagai analisis sekuritas dunia. Rasio *market to book value* mencerminkan kondisi perusahaan di mata pasar, artinya rasio *market to book value* yang tinggi menunjukkan ekspektasi investor akan pertumbuhan yang baik dari perusahaan di masa yang akan datang. Pembentukan rasio *market to book value* menggabungkan semua informasi mengenai kinerja di masa yang akan datang (*future profitability*) dari berbagai sumber informasi yang tersedia. Jadi semakin tinggi *market to book value* maka semakin tinggi pula penghargaan nilai buku ekuitas perusahaan dan pasar makin percaya akan prospek perusahaan tersebut sehingga akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan tersebut. Menurut Blease et al. (2006) dan Rubin (2007) *market to book value* berhubungan positif dengan likuiditas saham perusahaan.

2.2.13.10. Kebijakan Dividen.

Kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan berkaitan dengan keputusan pembagian laba kepada pemegang saham, atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang maksimal adalah kebijakan dividen yang menyeimbangkan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan dimasa mendatang, sehingga menghasilkan nilai perusahaan yang maksimum.

Konflik kepentingan yang terjadi ketika perusahaan menentukan kebijakan dividen, yaitu keputusan menahan laba untuk keperluan reinvestasi yang akan memberikan tingkat pertumbuhan pada perusahaan, dengan keputusan membagikan sejumlah laba tertentu sebagai dividen. Keown et al



(2000) menyatakan bahwa dalam merumuskan kebijakan dividen, manajer keuangan menghadapi *trade off*. Keputusan membayar dividen yang tinggi, berarti perusahaan memutuskan menahan laba dalam jumlah yang sedikit pula. Sehingga dana yang tersedia untuk investasi juga sedikit. Karena kurangnya dana, maka tingkat pertumbuhan yang diharapkan dimasa mendatang juga rendah, sehingga memberikan tekanan pada perusahaan.

Terdapat tiga teori tentang kebijakan dividen, yang menjelaskan bagaimana pengaruh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) terhadap harga pasar saham. Adapun ketiga teori tersebut adalah :

a. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM).

Menurut *dividend irrelevance theory*, kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa, nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dan risiko bisnis, sedangkan bagaimana cara membagi arus pendapatan menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

b. *Bird in the Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner, Menurut *bird in the hand theory*, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Artinya, jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal ini terjadi karena, pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor. Investor memberikan nilai lebih tinggi atas *dividend yield*, dibandingkan dengan *capital gain* yang diharapkan dari



pertumbuhan harga saham apabila perusahaan menahan laba untuk dipakai membelanjai investasi.

c. *Tax Preference Theory*

Menurut *tax preference theory*, kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Artinya, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Hal ini terjadi jika ada perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*. Apabila tarif pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka investor akan lebih senang jika laba yang diperoleh perusahaan tetap ditahan di perusahaan, untuk membelanjai investasi yang dilakukan perusahaan.

Dengan demikian di masa yang akan datang diharapkan terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Apabila banyak investor yang memiliki pandangan demikian, maka investor cenderung memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan untuk menghindari pajak.

Apabila diperhatikan lagi kembali, Modigliani-Miller berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan dengan mengasumsikan baik investor maupun manajer memiliki informasi yang sama atas kesempatan berbagai kesempatan investasi. Sehingga investor dan manajer memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan dan kebijakan dividen atau kebijakan distribusi pendapatan dimasa datang. Dalam kenyataannya manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor atau pemegang saham (asimetri informasi), akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen dalam bentuk kas (Sartono, 1998).



Dalam kenyataannya sering terjadi bahwa pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham sedangkan penurunan dividen selalu diikuti dengan penurunan harga saham. Kenyataan ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gain*.

Tetapi Modigliani-Miller melihat kecendrungan ini dengan menyatakan bahwa karena perusahaan cenderung enggan untuk menurunkan tingkat dividen mereka, sehingga perusahaan hanya akan meningkatkan dividen apabila prospek keuntungan di masa datang lebih baik atau paling tidak stabil. MM selanjutnya berpendapat bahwa kenaikan dividen ini oleh investor sebagai tanda atau *signal* (*signaling effect*) bahwa prospek perusahaan di masa datang akan lebih baik.

Sebaliknya penurunan dividen akan dilihat sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun. Oleh sebab itu kebijakan pembayaran dividen mempengaruhi perilaku perdagangan *equity* perusahaan dan berhubungan dengan likuiditas saham perusahaan tersebut (Agarwal, 2009). Saham-saham perusahaan yang membayarkan dividennya akan lebih likuid dibandingkan dengan saham perusahaan yang tidak membayarkan dividennya.

2.2.13.11. Ukuran Perusahaan (Size)

Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuannya dalam menanggung risiko yang mungkin timbul dalam menjalankan operasi perusahaan. Selain itu, ukuran perusahaan juga menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari nilai kapitalisasi pasar, tingkat penjualan, jumlah tenaga kerja dan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Menurut Chan dan Nai (1991), perusahaan ukuran kecil lebih berisiko karena perusahaan-perusahaan yang kecil mempunyai efisiensi produksi yang rendah, *leverage* yang tinggi, dan tingkat profitabilitas yang lebih rendah



dibandingkan perusahaan ukuran besar sehingga tingkat volatilitas *return* yang terjadi juga lebih tinggi apabila dibandingkan dengan perusahaan ukuran besar. Helfin dan Shaw (2000) dan Rubin (2007) menggunakan nilai pasar saham (*market value*) sebagai proksi ukuran perusahaan. *Market value* suatu perusahaan merupakan hasil perkalian antara harga pasar perlembar dengan jumlah saham yang beredar.

Besarnya *market value* menunjukkan besarnya nilai pasar ekuitas pemegang saham. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula nilai pasar saham perusahaan tersebut. Hal ini berarti perusahaan mampu mencapai tujuan perusahaan, sehingga dapat memberikan kesejahteraan bagi pemegang sahamnya. Kondisi ini menyebabkan banyak investor menginginkan saham perusahaan tersebut. Semakin banyak investor yang menginginkan saham, semakin mudah order jual (beli) dilakukan dan akibatnya komponen *inventory-holding cost* dalam *bid-ask spread* menurun. Dengan demikian, ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan likuiditas saham, yang artinya semakin besar ukuran perusahaan semakin besar pula likuiditas saham perusahaan tersebut.

Selain itu, Dunerv dan Kim (2003) bahwa perusahaan besar akan cenderung menarik perhatian dan sorotan dari publik, sehingga akan mendorong perusahaan tersebut untuk menerapkan struktur *corporate governance* yang lebih baik. Oleh sebab itu, tingkat asimetri informasi antara pihak manajemen dan pemegang saham perusahaan besar cenderung lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil. Selain itu, Stoll and Whaley (1983) menyatakan bahwa melakukan transaksi saham perusahaan besar lebih murah dibandingkan perusahaan kecil karena tersedia banyak informasi tentang perusahaan tersebut yang tersedia di pasar dan para analist saham. Hal ini menyebabkan likuiditas



saham perusahaan besar lebih tinggi dibandingkan dengan likuiditas saham perusahaan kecil.

Hasil penelitian Rubin (2007), Frieder dan Martel (2006), dan Corwin (1999) juga menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti likuiditas saham dari perusahaan tersebut akan semakin likuid. Hal ini terjadi karena saham perusahaan yang besar akan lebih sering dan lebih mudah untuk diperdagangkan daripada saham dari perusahaan yang ukurannya kecil.



BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN

3.1. Kerangka Konseptual Penelitian.

Berdasarkan kriteria dari Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai memenuhi syariah Islam diantaranya adalah; (a) tidak melakukan kegiatan usaha yang diharamkan, seperti: perjudian, keuangan yang mempunyai konsep ribawi, minuman keras dan lain-lain (b) tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu; (c) tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:

Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%)

Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Berdasarkan kriteria tersebut diatas maka saham di Bursa Efek Indonesia dapat dikelompokkan menjadi saham syariah dan non syariah. Adanya pembatasan persentase hutang terhadap total aset bagi perusahaan yang sahamnya dikategorikan saham syariah mengakibatkan risiko keuangan (*financial risk*) perusahaan yang sesuai dengan syariah akan lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak sesuai dengan syariah. Oleh sebab itu, likuiditas saham syariah diharapkan lebih baik dibandingkan dengan saham non syariah.



Likuiditas saham memiliki banyak dimensi dan tidak ada satu ukuran yang bisa mengukur seluruh dimensi likuiditas saham. Menurut Crockett (2008) terdapat empat dimensi likuiditas, yaitu: (1) “*Depth*”, menunjukkan besarnya jumlah atau nilai transaksi yang dapat diserap oleh pasar tanpa mempengaruhi harga. Dimensi ini dilihat dari banyaknya order jual dan order beli yang ada di pasar saham; (2) “*Tightness*”, menunjukkan besarnya biaya transaksi yang harus ditanggung oleh investor setiap kali transaksi. Biaya ini dihitung dari selisih *bid price* dan *ask price*; (3) “*Immediacy*”, menunjukkan kecepatan transaksi bisa dieksekusi. Semakin cepat suatu saham dapat ditransaksikan, semakin kecil risiko yang ditanggung oleh investor yang berarti semakin rendah selisih *bid price* dan *ask price*; terakhir adalah (4). “*Resilience*”, atau kecepatan harga saham bisa kembali setelah kejatuhannya. Dimensi yang digunakan dalam penelitian ini dalam mengukur likuiditas saham syariah maupun yang non syariah adalah “*Depth*”, “*Tightness*” dan “*Immediacy*” dengan menggunakan ukuran *relative spread* dan *depth*.

Besar kecilnya *spread* mencerminkan besar kecilnya biaya yang ditanggung oleh pelaku pasar. Biaya yang ditanggung pelaku pasar tersebut menurut Stoll (1978) dalam Bollen et al., (2004) dapat diklasifikasikan menjadi tiga macam yaitu: *order processing cost*, *inventory-holding cost*, dan *adverse selection cost*. *Order processing cost* (biaya pemrosesan transaksi) adalah biaya yang berkaitan dengan penyediaan pelayanan yang diberikan oleh pasar modal. *Inventory-holding cost* (biaya kepemilikan saham), merupakan cerminan dari risiko dan *opportunity cost* yang harus ditanggung investor sejak memegang saham sampai menjualnya kembali (Bollen et al., 2004). Sedangkan *Adverse selection cost* (biaya asimetri informasi) adalah biaya yang timbul ketika terdapat pelaku pasar yang memiliki informasi yang lebih baik dibanding pelaku pasar lain



mengenai perkiraan perubahan harga dari sekuritas yang diperdagangkan (Bollen et al., 2004).

Likuiditas saham perusahaan ditentukan oleh beberapa faktor yang mempengaruhinya. Beberapa peneliti seperti, Sarin dan Shastri (2000), Helfin dan Shaw (2000), Attig et al., (2004), Forde dan Rydge (2006), Rubin (2007), Rosida (2008), Rhee dan Wang (2009) telah menunjukkan beberapa faktor determinan likuiditas saham, diantaranya adalah struktur kepemilikan (*institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership*, *foreign institutional ownership*), volume perdagangan, harga saham, volatilitas return, *Market to book value*, kebijakan dividen dan size.

Institutional ownership, *insider ownership*, *blockholder ownership*, *foreign institutional ownership* dinilai sebagai pihak yang memiliki akses informasi privat terhadap perusahaan yang dipandang sebagai pihak *informed* oleh *dealer* saham, dan mempunyai kontribusi terhadap penilaian perusahaan atas tingkat asimetri informasi suatu perusahaan yang dilakukan oleh *dealer*. Semakin tinggi tingkat asimetri informasi suatu perusahaan maka semakin rendah likuiditas saham perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership* mempunyai pengaruh negatif terhadap likuiditas saham perusahaan.

Pada saham-saham yang aktif diperdagangkan dan memiliki volume transaksi tinggi, tingkat kehadiran *informed trader* lebih rendah dibandingkan dengan tingkat kehadiran *liquidity trader* (Easley et al., 1996). Oleh karena itu volume transaksi memiliki pengaruh positif terhadap likuiditas saham.

Selanjutnya, harga saham juga merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi saham. Harga yang terlalu tinggi berpengaruh terhadap kemampuan investor untuk membeli saham tersebut, sehingga berdampak pada likuiditas saham tersebut. Sebaliknya, harga



saham yang terlalu rendah mengakibatkan saham tersebut juga tidak menarik dan berpotensi tidak aktif diperdagangkan sehingga berpengaruh terhadap likuiditas sahamnya.

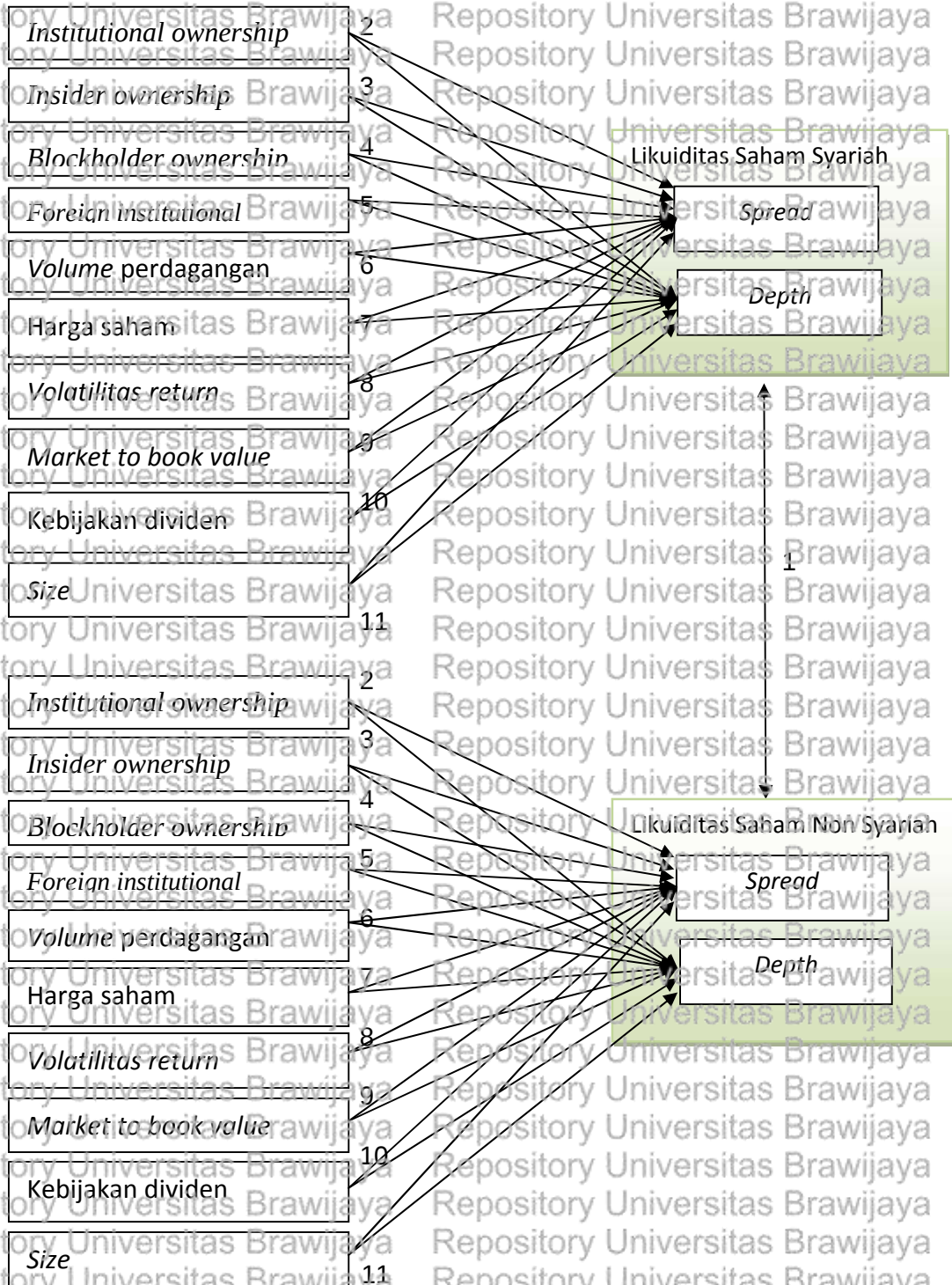
Market to book value menunjukkan tingkat apresiasi pasar terhadap perusahaan. Rasio *market to book* yang tinggi juga mengindikasikan bahwa pertumbuhan saham tinggi, dan *market to book* yang rendah mengindikasikan adanya pertumbuhan saham yang rendah. Jadi kenaikan pada *market to book value* akan menyebabkan kenaikan kesempatan pertumbuhan perusahaan dan juga akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan. Selain itu, Kebijakan dividen perusahaan juga berdampak pada likuiditas perusahaan. Kebijakan pembayaran dividen perusahaan mempengaruhi perilaku perdagangan *equity* perusahaan karena para investor tidak harus menjual saham yang dipegangnya untuk merealisasikan keuntungannya untuk perusahaan yang telah membayarkan dividennya.

Determinan likuiditas saham yang terakhir pada penelitian ini adalah ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, berarti likuiditas saham dari perusahaan tersebut akan semakin likuid. Hal ini terjadi karena saham perusahaan besar akan lebih sering dan lebih mudah untuk diperdagangkan dari pada saham dari perusahaan yang ukurannya kecil. Selain itu, informasi tentang perusahaan besar lebih mudah didapat dan lebih menjadi perhatian dibandingkan perusahaan kecil, sehingga kondisi ini dapat menurunkan tingkat asimetri informasi yang pada akhirnya dapat meningkatkan likuiditas saham perusahaan tersebut.



Gambar 3.1.

Kerangka Konsep Penelitian.





Variabel-variabel yang diuji dan dianalisis pada penelitian ini berkaitan dengan penelitian-penelitian sebelumnya diantaranya adalah:

1. Frieder and Martel (2006), Frieder dan Subrahmanyam (2005) serta Dennis dan Weston (2001)
2. Frieder and Martell (2006); Sarin dan Shastri (2000); Rubin (2007); Rosida (2008); Dennis and Weston (2001); Agarwal (2007); Brockman and Yan (2009)
3. Glostten dan Milgrom (1985); Seyhun (1986); Forde dan Rydge (2006); Rubin (2006); Sarin dan Shastri (2000)
4. Glostten dan Milgrom (1985); Sarin dan Shastri (2000)
5. Stulz (1999); Levine dan Zervos (1998); Bekaert et al. (2002); Bekaert et al. (2007)
6. Easley et al., (1996); Sarin dan Shastri (2000); Easley dan O'Hara (1987); Frieder dan Martel (2006) dan Corwin (1999)
7. Haflin dan Shaw (2000); Sarin dan Sastri (2000); Attig (2004); Agarwal (2009); dan Rubin (2007)
8. Hirschey (2001); Andersen (1996); Heflin dan Shaw (2000); Rubin (2007); Sarin dan Shastri (2000); Frieder dan Martel (2006) dan Corwin (1999)
9. Blease et al. (2006); Agarwal (2000) dan Rubin (2007)
10. Grinstein dan Michaely, (2005); Agarwal, (2009)
11. Heflin dan Shaw (2000); Rubin (2007); Elton dan Gruber (1995); Horowitz (2000); Frieder dan Martel (2006), dan Corwin (1999)

3.2. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan adanya pembatasan hutang (D/TA maksimal 45%) pada perusahaan yang sahamnya dikategorikan sesuai dengan syariah maka rata-rata



hutang perusahaan yang sesuai dengan syariah lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak sesuai dengan syariah. Sehingga, risiko keuangan saham syariah juga lebih kecil dibandingkan saham non syariah.

Peningkatan beban perusahaan akan meningkatkan beban keuangan perusahaan dan risiko perusahaan yang akan menurunkan likuiditas perusahaan.

Perusahaan dengan hutang yang besar dibandingkan ekuitasnya akan menempatkan pemegang saham pada risiko yang tinggi. Selain itu pemegang saham adalah pihak terakhir atas arus kas perusahaan, pemegang saham akan menghadapi ketidakpastian yang lebih besar ketika hutang perusahaan meningkat. Selanjutnya, tingginya hutang akan mengakibatkan para manajer (yang memiliki saham perusahaan minimal) akan memilih proyek yang memiliki risiko yang rendah dan tidak mengambil keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Para investor telah menurunkan minatnya untuk memperdagangkan dan memegang saham perusahaan yang memiliki hutang tinggi, sehingga mengakibatkan *bid and ask spread* saham tersebut menjadi semakin lebar atau likuiditas saham perusahaan tersebut semakin rendah (Frieder dan Martel, 2006). Frieder dan Subrahmanyam (2005) menemukan hubungan yang negatif antara *leverage* dengan kepemilikan institusi, yang juga berhubungan negatif dengan likuiditas saham perusahaan (Dennis dan Weston, 2001). Hal ini berarti *leverage* perusahaan mempunyai pengaruh negatif yang tidak langsung terhadap likuiditas saham perusahaan.

Berbeda dengan hasil penelitian, Frieder and Martel (2006) yang menyatakan bahwa kenaikan *leverage* meningkatkan likuiditas saham perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan suatu pandangan yang menyatakan bahwa hutang memaksa para manajer untuk membuat keputusan investasi yang lebih baik (Jensen, 1986). Hal ini dikarenakan apa bila manajer salah mengambil keputusan investasi maka kebangkrutan dapat mengakibatkan



para manajer akan kehilangan pengendalian dan reputasi yang menguntungkan (Grossman dan Hart, 1986). Selanjutnya, setelah *leverage buyout* (LBOs), peningkatan yang terjadi dapat diperkirakan secara logis (Shleifer dan Vishny, 1997), khususnya karena hutang dapat menurunkan biaya keagenan. Kaplan (1989) menemukan bukti bahwa LBOs yang kemudian *go public* meningkatkan kinerja operasi dan nilai perusahaan. Berdasarkan fakta yang ada, Bhagat, et al. (1990) menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas yang berkaitan dengan LBOs berhubungan dengan penurunan biaya keagenan. Penurunan biaya keagenan antara manajer dan pemegang saham juga penurunan asimetri informasi dan mengakibatkan peningkatan likuiditas saham perusahaan. (Kyle, 1985).

Keterbukaan dan transparansi (*full disclosure*) merupakan syarat terbentuknya pasar yang fair, sehingga Islam melarang perdagangan yang mengandung *tadlis* (manipulasi dan penipuan) dalam bentuk apapun. Islam melarang transaksi oleh pihak *Informed trader* dengan *uninformed trader* yang merugikan pihak *uninformed trader*. Islam mensyaratkan *full disclosure* dalam bertransaksi. Oleh sebab itu, ideal fenomena asimetri informasi tidak akan terjadi apabila kedua pihak menerapkan prinsip-prinsip berdagang dalam Islam. Namun demikian, peningkatan hutang dalam struktur modal perusahaan dapat menurunkan biaya keagenan seperti yang dinyatakan oleh Jensen (1986) bahwa hutang memaksa para manajer untuk membuat keputusan investasi yang lebih baik. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Frieder and Martel (2006) yang menyatakan bahwa kenaikan *leverage* meningkatkan likuiditas saham perusahaan.

Meskipun terdapat perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh hutang terhadap likuiditas saham perusahaan (positif dan negatif), namun indikasi awal menunjukkan bahwa pada pasar modal Indonesia 45 saham yang paling likuid



diperdagangkan (LQ45) sebagian besar (60%) adalah saham yang dikategorikan saham syariah. Oleh sebab itu, hipotesis pertama penelitian ini adalah:

H1 : Likuiditas saham syariah akan lebih baik dibandingkan dengan likuiditas saham non syariah pada industri manufaktur.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* maka hipotesis 1 (H1) diurai menjadi 2 (dua) hipotesis yaitu:

H1a : *Relative spread* saham syariah akan lebih rendah dibandingkan *relative spread* saham non syariah pada industri manufaktur.

H1b : *Depth* saham syariah akan lebih tinggi dibandingkan *depth* saham non syariah pada industri manufaktur.

Transaksi institusional lebih memungkinkan mengendalikan atau menguasai informasi (Ali et al, 2004; Pinnuk, 2004; Ke dan Petroni, 2004; Bushee dan Goodman, 2007), dan kepemilikan institusi yang besar meningkatkan asimetri informasi (Dennis dan Weston, 2001; Brockman dan Yan, 2009) dan volatilitas return (Sias, 1996; Xu and Malkiel, 2003; Gabaix et al, 2006; Wang, 2007). Sehingga, *institutional ownership* mempunyai pengaruh negatif terhadap likuiditas saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2 : *Institutional ownership* akan menurunkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 2 (H2) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:



H2a : *Institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.

H2b : *Institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

H2c : *Institutional ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.

H2d : *Institutional ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

Glosten dan Milgrom (1985) menyatakan bahwa salah satu faktor yang menyebabkan ketidaklikuitan saham adalah keberadaan *informed traders*. Satu kelompok dari *informed traders* adalah pihak internal perusahaan. Seyhun (1986) menunjukkan bahwa perdagangan yang dilakukan oleh pihak *insider* mengakibatkan perubahan yang tidak normal pada harga saham perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, tingkat *insider ownership* dalam sebuah perusahaan dapat mempengaruhi likuiditas saham. Menurut Sarin dan Shastri (2000) *insider ownership* berhubungan positif dengan *bid-ask spreads* dan informasi asimetri. Kepemilikan *insider* yang semakin besar mengakibatkan probabilitas terjadinya *insider trading* juga semakin besar sehingga semakin besar pula *bid-ask spreads* dan informasi asimetrinya, yang berarti likuiditas saham perusahaan akan semakin menurun. Oleh sebab itu hipotesis ke-tiga penelitian ini adalah:

H3 : *Insider ownership* akan menurunkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 3 (H3) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H3a : *Insider ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.



H3b : *Insider ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

H3c : *Insider ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.

H3d : *Insider ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

Keberadaan *blockholder ownership* diperkirakan akan dapat mengawasi operasi perusahaan (Morck, et al., 1988), menurunkan biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan (McConnell dan Servaes, 1990; Barclay dan Holderness, 1991, dan Bethel, et al., 1998). Akan tetapi *blockholder ownership* mempunyai biaya potensial, karena pengawasan mereka dapat memberikan kepada *blockholders* akses *privat* atas informasi perusahaan yang mempunyai nilai relevan. Para pelaku pasar menghilangkan kerugian atas *informed traders* dengan mengenakan biaya *spread* yang lebar dan mengurangi jumlah saham yang mereka tawarkan sebagai merespon atas peningkatan kemungkinan *informed trading*. Selain itu hasil penelitian Haflin dan Shaw (2000) dan Rubin (2007) juga menyatakan bahwa *institutional blockholding* berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis yang keempat penelitian ini adalah:

H4 : *Blockholder ownership* akan menurunkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 4 (H4) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H4a : *Blockholder ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.



H4b : *Blockholder ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

H4c : *Blockholder ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.

H4d : *Blockholder ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

Stulz (1999) menyatakan bahwa partisipasi oleh lembaga keuangan internasional yang besar akan meningkatkan likuiditas pasar lokal melalui keterbukaan informasi yang lebih baik dan perdagangan yang lebih aktif, sehingga tingkat asimetri informasi dalam perdagangan saham lebih rendah. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Levine dan Zervos (1998) dan Bekaert, et al. (2002) yang menunjukkan bahwa likuiditas pasar meningkat setelah liberalisasi pasar saham dalam perekonomian yang sedang tumbuh. Selain itu, Bekaert et al. (2007) juga menunjukkan pengaruh yang positif dari tingkat keterbukaan atas para investor asing terhadap likuiditas pada pasar modal yang sedang berkembang. Akan tetapi hasil penelitian-penelitian ini bertentangan dengan yang telah dilakukan Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi asing menurunkan likuiditas saham. Faktor yang menyebabkannya adalah kepemilikan saham oleh institusi yang besar meningkatkan tingkat asimetri informasi (Dennis and Weston, 2001; Agarwal, 2007; Rubin, 2007; Brockman and Yan, 2009). Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis kelima penelitian ini adalah sebagai berikut;

H5 : *Foreign institutional ownership* akan menurunkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.



Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 5 (H5) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H5a : *Foreign institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.

H5b : *Foreign institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

H5c : *Foreign institutional ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.

H5d : *Foreign institutional ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

Pada saham-saham yang aktif, yang memiliki *volume* transaksi tinggi, tingkat kehadiran *informed trader* lebih rendah dibandingkan tingkat kehadiran *liquidity trader*. Pernyataan ini diperkuat oleh hasil penelitian Easley et al. (1996, hal. 1428), "...that the risk information-based trading is lower for active stock than it is for infrequently traded securities". Oleh karena itu, saham-saham bervolume tinggi memiliki nilai *spread* yang rendah dibandingkan saham-saham bervolume rendah, sehingga semakin tinggi volume transaksi semakin tinggi pula likuiditas saham (Easley dan O'Hara, 1987; Corwin, 1999; Sarin dan Shastri, 2000; Frieder dan Martel, 2006). Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis keenam penelitian ini adalah sebagai berikut

H6 : Volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 6 (H6) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:



H6a : Volume perdagangan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

H6b : Volume perdagangan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

H6c : Volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham syariah.

H6d : Volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

Harga saham merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi saham. Harga yang terlalu tinggi berpengaruh terhadap kemampuan investor untuk membeli saham tersebut, sehingga berdampak pada likuiditas saham tersebut. Sebaliknya, harga saham yang terlalu rendah mengakibatkan saham tersebut juga tidak menarik dan berpotensi tidak aktif diperdagangkan sehingga berpengaruh terhadap likuiditas sahamnya. Hasil penelitian Forde dan Rydge (2006) menunjukkan bahwa harga saham mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham di Australia Stock Exchange. Namun, beberapa hasil penelitian yang terdahulu maupun sebelumnya menyatakan bahwa harga saham mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham perusahaan yang berarti semakin tinggi harga saham perusahaan semakin likuid saham perusahaan tersebut (Hafin dan Shaw, 2000, Sarin dan Sastri, 2000, Attig, 2004, Rubin, 2007, Agarwal, 2009). Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis ketujuh penelitian ini adalah sebagai berikut;

H7 : Harga saham yang semakin tinggi akan meningkatkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.



Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 7 (H7) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H7a : Harga saham yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

H7b : Harga saham yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

H7c : Harga saham yang semakin tinggi akan meningkatkan *depth* saham syariah.

H7d : Harga saham yang semakin tinggi akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

Di samping dapat menunjukkan besarnya risiko, volatilitas *return* secara tidak langsung juga dapat mengukur tingkat asimetri informasi antar pelaku pasar (Andersen, 1996). Semakin tinggi volatilitas *return*, semakin tinggi pula tingkat asimetri informasi (*adverse selection*) antar pelaku pasar. Semakin tinggi asimetri informasi, berarti semakin besar *bid-ask spread* yang terbentuk, sehingga dapat disimpulkan volatilitas *return* mempunyai pengaruh negatif terhadap terhadap likuiditas saham. (Forde dan Rydge, 2006; Heflin dan Shaw, 2000; Rubin, 2007; Sarin dan Shastri, 2000; Frieder dan Martel, 2006 dan Corwin, 1999). Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis kedelapan penelitian ini adalah sebagai berikut,

H8 : Volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menurunkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.



Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 8 (H8) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H8a : Volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menaikkan *relative spread* saham syariah.

H8b : Volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menaikkan *relative spread* saham non syariah.

H8c : Volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menurunkan *depth* saham syariah.

H8d : Volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menurunkan *depth* saham non syariah.

Menurut Blease *et al.* (2006) dan Rubin (2007) rasio *market to book* berhubungan positif dengan likuiditas saham. Rasio *market to book* yang tinggi mengindikasikan bahwa pertumbuhan saham tinggi, sedangkan rasio *market to book* yang rendah mengindikasikan adanya pertumbuhan saham yang rendah.

Jadi kenaikan pada rasio *market to book* akan menyebabkan kenaikan kesempatan pertumbuhan perusahaan dan juga akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis kesembilan penelitian ini adalah sebagai berikut,

H9 : *Market to book value* yang semakin tinggi akan meningkatkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 9 (H9) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:



H9a : *Market to book value* yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

H9b : *Market to book value* yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

H9c : *Market to book value* yang semakin tinggi akan meningkatkan *depth* saham syariah.

H9d : *Market to book value* yang semakin tinggi akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

Kebijakan pembayaran dividen perusahaan juga mempengaruhi perilaku perdagangan *equity* perusahaan karena para investor tidak harus menjual saham yang dipegangnya untuk merealisasikan keuntungannya untuk perusahaan yang telah membayarkan dividennya. Kebijakan pembayaran dividen juga berkaitan dengan dengan *client* perusahaan (kelompok pemegang saham perusahaan) (Grinstein dan Michaely, 2005) dan oleh sebab itu berhubungan dengan likuiditas saham perusahaan tersebut (Agarwal, 2009). Saham-saham perusahaan yang membayarkan dividennya akan lebih likuid dibandingkan dengan saham perusahaan yang tidak membayarkan dividennya. Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis yang kesepuluh penelitian ini adalah sebagai berikut;

H10 : Dividen perusahaan akan meningkatkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 10 (H10) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H10a : Dividen perusahaan akan menurunkan *relative spread* saham syariah.



H10b : Dividen perusahaan akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

H10c : Dividen perusahaan akan meningkatkan *depth* saham syariah.

H10d : Dividen perusahaan akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

Besarnya *market value* menunjukkan besarnya nilai pasar ekuitas pemegang saham. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula nilai pasar saham perusahaan tersebut. Hal ini berarti perusahaan mampu mencapai tujuan perusahaan, sehingga dapat memberikan kesejahteraan bagi pemegang sahamnya. Kondisi ini menyebabkan banyak investor menginginkan saham perusahaan tersebut. Semakin banyak investor yang menginginkan saham, semakin mudah order jual (beli) dilakukan dan akibatnya komponen *inventory-holding cost* dalam *bid-ask spread* menurun. Hasil penelitian Rubin (2007), Frieder dan Martel (2006), dan Corwin (1999) juga telah menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, hipotesis kesebelas penelitian ini adalah sebagai berikut;

H11 : Ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas saham syariah maupun non syariah.

Berkaitan dengan ukuran likuiditas penelitian ini yang meliputi *relative spread* dan *depth* pada saham syariah dan non syariah, maka hipotesis 11 (H11) diurai menjadi 4 (empat) hipotesis yaitu:

H11a : Ukuran perusahaan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

H11b : Ukuran perusahaan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.



H11c : Ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham syariah.

H11d : Ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Untuk memberikan gambaran yang jelas terhadap variabel yang digunakan dalam penelitian ini maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai berikut :

1. Likuiditas saham merupakan kemampuan saham untuk diperdagangkan secara cepat, dengan biaya transaksi yang lebih rendah dan dalam volume yang besar. Dalam penelitian ini Likuiditas saham diukur dengan menggunakan dua cara, yaitu; *relative spread* dan *depth*.

a. *Relative Spread* menunjukkan dimensi *tightness* dan *immediacy* dari likuiditas saham. Dimensi *tightness* menunjukkan besarnya biaya transaksi yang harus ditanggung oleh investor setiap kali transaksi. Untuk saham, biaya ini dihitung dari selisih *bid price* dan *ask price*. Semakin rendah biaya transaksi yang harus ditanggung oleh investor, saham yang dimiliki oleh investor tersebut semakin likuid. Sedangkan, dimensi *immediacy* merupakan dimensi yang mengukur kecepatan aset untuk dapat ditransaksikan. Semakin cepat suatu saham dapat ditransaksikan, semakin kecil risiko yang ditanggung oleh investor. Semakin kecil risiko berarti semakin rendah selisih *bid price* dan *ask price*. Oleh sebab itu, semakin rendah *relative spread* menunjukkan semakin tinggi likuiditas suatu saham. Sebaliknya, semakin tinggi *relative spread* menunjukkan semakin rendah likuiditas suatu saham.



b. *Depth* menunjukkan besarnya jumlah atau nilai transaksi yang dapat diserap oleh pasar tanpa mempengaruhi harga. Untuk saham, dimensi ini dilihat dari banyaknya order jual dan order beli yang ada di pasar. Semakin banyak order jual (beli), semakin mudah bagi para investor untuk melakukan aksi jual (beli) tanpa mempengaruhi harga sehingga dapat dikatakan saham tersebut semakin likuid (Crockett, 2008). Oleh sebab itu, semakin tinggi *depth* menunjukkan semakin tinggi likuiditas suatu saham. Sebaliknya, semakin rendah *depth* menunjukkan semakin rendah likuiditas suatu saham.

2. *Institutional ownership* adalah proporsi kepemilikan saham oleh pemegang saham institusi korporasi (Amidu dan Abor, 2006). Menurut Reilly dan Norton (2003: hal.167), *institutional ownership* merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau pemegang saham yang berbentuk badan hukum, yang biasanya terdiri atas reksadana, dana pensiun perusahaan asuransi, *endowments*, dan bank.

3. *Insider ownership* adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak-pihak yang berada dalam perusahaan (pihak manajemen dan komisaris), atau dengan kata lain semua pihak yang terlibat langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan, dan mereka juga dapat memperoleh informasi langsung dari dalam perusahaan.

4. *Blockholder ownership* adalah tingkat konsentrasi kepemilikan saham perusahaan. *Blockholder* yang dimaksud di sini adalah pemegang saham yang mempunyai kepemilikan saham $\geq 25\%$. *Blockholder* atau sesuai dengan UU Pasar Modal 1995, Keputusan Ketua Bapepam Kep.05/PM/2002 dan Keputusan Direks Bursa Efek Jakarta No. Kep-305/BEJ/07-2004.

5. *Foreign institutional ownership* adalah tingkat kepemilikan saham oleh pemegang saham institusi asing atau pemegang saham yang berbentuk



badan hukum, yang biasanya terdiri atas reksadana, dana pensiun, perusahaan asuransi, *endowments*, dan bank.

6. Volume perdagangan adalah rata-rata harian saham yang ditransaksikan oleh *trader* selama setahun (jumlah hari transaksi selama setahun). Semakin besar volume transaksi suatu saham juga menunjukkan semakin besar order jual (beli) dari saham tersebut, yang berarti bahwa saham tersebut cepat berputar atau berpindah tangan.

7. Harga saham adalah rata-rata harga penutupan pasar saham harian dalam satu tahun.

8. Volatilitas *return* adalah variabilitas dari pendapatan saham sepanjang waktu. besarnya volatilitas *return* akan menunjukkan besarnya risiko yang terkandung di dalam investasi tersebut. Oleh sebab itu, volatilitas *return* dapat diukur dengan standar deviasi dari pendapatan saham harian per tahun.

9. *Market to Book* adalah rasio yang menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

10. Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan untuk membayar dividen atau tidak kepada pemegang saham perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, variabel kebijakan dividen adalah variabel *dummy*, 1 jika perusahaan membagikan dividen dan 0 jika tidak membagikan dividen.

11. *Size* perusahaan adalah besar kecilnya suatu perusahaan yang dilihat dari nilai kapitalisasi pasar (Helmi dan Shaw, 2000; Rubin, 2007). Menurut Chan dan Nai (1991), perusahaan ukuran kecil lebih berisiko karena perusahaan-perusahaan yang kecil mempunyai efisiensi produksi yang rendah, *leverage* yang tinggi, dan tingkat profitabilitas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan ukuran besar.



BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1. Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif atau *positivist*, yaitu penelitian yang menitik beratkan pada pengujian hipotesis dengan alat uji *t* dua sampel independen (*independent sample t test*) serta analisis korelasi dan regresi, sehingga menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasi. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa variabel-variabel yang dapat diukur dan berguna untuk menjelaskan perbedaan likuiditas saham syariah dan non syariah yang dimulai dengan hipotesis dan teori-teori, serta mengeksplorasi faktor-faktor determinannya.

Selain itu, untuk mendukung penjelasan hasil temuan kuantitatif pada penelitian ini, maka dilakukan diskusi yang mendalam (*in deep interview*) dengan para pelaku pasar modal diantaranya adalah; manajer investasi, perantara pedagang efek dan pihak bursa efek yang memahami konsep saham syariah.

4.2. Lokasi Penelitian

Tempat penelitian yang dipilih adalah Bursa Efek Indonesia (BEI). Tempat ini dipilih karena berkaitan dengan subjek penelitian yang dipilih pada penelitian ini yaitu perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah maupun non syariah menurut Dewan Syariah Nasional (DSN) dan Bapenam-LK. Adapun periode waktu yang dijadikan sampel penelitian adalah 2009-2010. Hal ini berkaitan dengan telah diluncurkannya prinsip pasar modal syariah Islam pada tanggal 14 Maret 2003



oleh Badan Pengawas Pasar Modal - Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK)

dengan ditandatangani nota kesepahaman dengan bekerja sama dengan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), sehingga diharapkan tahun 2009 (setelah 5 tahun) data telah tersedia dengan mudah dan lengkap. Selain itu, akhir periode 2010 juga ditentukan atas dasar pertimbangan ketersediaan data.

Selain itu, untuk mendukung penjelasan hasil temuan penelitian kuantitatif pada penelitian ini maka penelitian ini didukung oleh data-data yang bersifat kualitatif. Data-data kualitatif ini diperoleh dari diskusi mendalam dengan para manajer investasi, perantara pedagang efek dan pihak bursa efek yang berlokasi di Jawa Timur. Diskusi ini akan dilakukan di berbagai kesempatan di lokasi yang ditentukan oleh pihak peneliti dan narasumber.

4.3. Populasi dan Sampel Penelitian

Unit sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat (*listing*) di Bursa Efek Indonesia. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi pada penelitian ini terbagi menjadi 2 (dua) sub-populasi, yaitu sub-populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan sub-populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah.

Kriteria saham yang masuk dalam klasifikasi syariah pada penelitian ini berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapenam - LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, diantaranya adalah saham suatu badan usaha yang :

- (1) Tidak melakukan kegiatan usaha yang diharamkan oleh syariah Islam, diantaranya adalah:



a) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.

b) Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerangkan konsep ribawi jual beli risiko yang mengandung gharar dan maysir.

c) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan

Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzathi*)

Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI, dan atau

Barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI.

(2) Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang / jasa dari perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu

(3) Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:

Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% : 55%)

Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Sedangkan saham non syariah adalah saham perusahaan yang tidak termasuk klasifikasi saham syariah berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah.

Pada prakteknya, untuk mempermudah para investor dalam berinvestasi pada surat berharga yang sesuai dengan syariah maka Ketua Bapepam dan LK



secara periodik setahun dua kali mengeluarkan keputusan tentang Daftar Efek

Syariah yang sesuai dengan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah. Pada periode penelitian ini (2009-2010) terdapat empat Surat Ketua Bapepam dan LK tentang Daftar Efek Syariah diantaranya adalah Kep-121/BL/2009, Kep-416/BL/2009, Kep-208 /BL/2010 dan KEP-523/BL/2010.

Sub-populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah pada penelitian ini mempunyai kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang secara berturut-turut masuk dalam klasifikasi sebagai saham syariah berdasarkan keputusan ketua badan pengawas pasar modal dan lembaga keuangan nomor, Kep-121/BL/2009, Kep-416/BL/2009, Kep-208 /BL/2010 dan KEP-523/BL/2010 tentang daftar efek syariah selama kurun waktu 2009 - 2010.
2. Perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan sebagai saham syariah secara berturut-turut tercatat di dalam Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu 2009 - 2010.
3. Perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan sebagai saham syariah memiliki data-data perdagangan yang berkaitan dengan *ask price*, *bid price*, *ask volume* dan *bid volume* harian yang tersedia di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2010.
4. Perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan sebagai saham syariah menerbitkan laporan keuangan berturut-turut selama kurun waktu 2009-2010.

Adapun sub-populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah mempunyai kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang secara berturut-turut tidak termasuk dalam klasifikasi sebagai saham syariah berdasarkan keputusan ketua badan



pengawas pasar modal dan lembaga keuangan nomor; Kep-121/BL/2009, Kep-416/BL/2009, Kep-208 /BL/2010 dan KEP-523/BL/2010 tentang daftar efek syariah selama kurun waktu 2009 - 2010.

2. Perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan sebagai saham non syariah secara berturut-turut tercatat di dalam Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu 2009 - 2010.

3. Perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan sebagai saham non syariah memiliki data-data perdagangan yang berkaitan dengan *ask price*, *bid price*, *ask volume* dan *bid volume* harian yang tersedia di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2010.

4. Perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan sebagai saham on syariah menerbitkan laporan keuangan berturut-turut selama kurun waktu 2009- 2010.

Berdasarkan kriteria sub populasi yang telah dikemukakan di atas, maka diperoleh jumlah sub populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah adalah 46 perusahaan, sedangkan sub populasi perusahaan manufaktur yang yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah adalah 32 perusahaan. Seluruh sub populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan non syariah dipakai dalam penelitian ini. Namun, jumlah observasi penelitian pada sub populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah adalah 89 observasi (seharusnya 92 observasi). Hal ini disebabkan oleh ketidaksediaan data *spread* dan *depth* saham PT Citra Tubindo tahun 2009 PT.

Panasia Indosytex dan PT. Sekar laut tahun 2010. Sedangkan jumlah observasi penelitian pada sub populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah adalah sebesar 63 observasi (seharusnya



64). Hal ini disebabkan oleh ketidakseediaan data *spread* dan *depth* saham PT. Suprame Cable Manufacturing & Commerce tahun 2009.

4.4. Teknik Pengukuran Variabel

Pengukuran variabel penelitian ini meliputi pengukuran variabel-variabel yang digunakan dalam analisa regresi dan korelasi yaitu, variabel tergantung (*dependent variable*) dan variabel bebas (*independent variable*) serta variabel yang digunakan dalam uji t dua sampel independen (*independent sample t test*).

Variabel tergantung (*dependent variable*) dalam penelitian ini ada dua ukuran sebagai berikut:

1. Likuiditas saham, dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan dua cara yaitu:

- a. *Relative Spread* diukur dengan menggunakan rata-rata per tahun *relative bid ask spread*. Rata-rata tahunan *relative bid ask spread* harian dihitung dengan membagi *relative bid ask spread* harian dengan jumlah hari transaksi dalam satu tahun.

$$\text{Relative spread per tahun} = \frac{\text{jumlah relative spread harian}}{\text{jumlah hari transaksi dalam satu tahun}}$$

- b. *Depth* diukur dengan menggunakan natural logarithma ($\ln$) dari nilai rata-rata *depth* harian per tahun, yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Depth per tahun} = \ln \frac{\text{jumlah depth harian}}{\text{jumlah hari transaksi dalam satu tahun}}$$

Besarnya *depth* harian dapat dihitung dengan menggunakan persamaan

1. *Depth* harian adalah besarnya jumlah nominal order jual dan order beli pada harga ask dan bid yang terbaik dalam satu hari.



variabel bebas (*independent variable*) dalam penelitian ini ada 10 (sepuluh)

variabel, yaitu:

1. *Institutional ownership* diukur dengan cara membandingkan jumlah saham biasa yang dimiliki pemegang saham *institutional* pada akhir tahun terhadap jumlah saham biasa yang beredar pada akhir tahun. *Institutional ownership* dapat dihitung dengan rumus:

$$INST = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan saham oleh institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

2. *Insider ownership* diukur dengan cara membandingkan jumlah saham biasa yang dimiliki oleh *insider* termasuk saham yang diberikan karena jabatan pada akhir tahun terhadap jumlah saham biasa yang beredar pada akhir tahun. *Insider ownership* dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Insider ownership} = \frac{\text{Jumlah lembar saham yang dimiliki pihak manajemen}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

3. *Blockholder ownership* diukur dengan membandingkan jumlah kepemilikan oleh *blockholder* dengan jumlah saham yang beredar yang dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Blockholder} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki blockholder (OWNERSHIP} \geq 25\%)}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

4. *Foreign institutional ownership* diukur dengan membandingkan jumlah saham biasa yang dimiliki pemegang saham *institutional* asing pada akhir tahun terhadap jumlah saham biasa yang beredar pada akhir tahun.

Institutional ownership dapat dihitung dengan rumus:

$$Finst = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi asing}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$



hitung dengan rumus:

$$\text{Volume transaksi per tahun} = \frac{\text{jumlah volume transaksi harian}}{\text{jumlah hari transaksi dalam satu tahun}}$$

atau tahun, yang dihitung dengan rumus:

$$\text{harga saham per tahun} = \frac{\text{jumlah harga penutupan dalam satu tahun}}{\text{jumlah hari perdagangan dalam satu tahun}}$$

$$\text{SIDRET} = \sqrt{\frac{\sum (R_t - \bar{R})^2}{n-1}}$$

dengan rumus:

$$\text{MBV} = \frac{\text{Market Price}}{\text{Book Value}}$$



dummy (*dummy variabel*). Jika perusahaan membagikan dividen pada tahun bersangkutan maka nilainya adalah 1 dan jika tidak membagikan dividen nilainya 0.

10. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan natural logarithma ($\ln$) dari adalah *market value of the firm* pada akhir tahun. Ukuran perusahaan berdasarkan rumus :

$$MV = \ln(\text{Share Market Price} \times \text{Outstanding Share})$$

Selanjutnya variabel untuk uji t dua sampel independen (*independent sample t test*) meliputi variabel-variabel likuiditas saham syariah maupun non syariah yang diukur dengan *relative spread* dan *depth* seperti yang telah diuraikan pada variabel tergantung dalam analisis regresi diatas.

4.5. Pengumpulan data

4.5.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah data kuantitatif dan kualitatif. Data kuantitatif berupa *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah dan non syariah, *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership*, *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham perusahaan, volatilitas *return*, *market to book value*, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Sedangkan data kualitatif berupa hasil diskusi dengan para ahli keuangan syariah, manajer investasi dan investor saham syariah mengenai hasil perbandingan likuiditas saham syariah dan non syariah serta faktor-faktor determinannya, untuk mendukung hasil temuan penelitian kuantitatif.

Sumber data kuantitatif pada penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dan aktivitas perdagangan saham syariah dan non syariah dari tahun 2008 sampai tahun 2010 di BEI.



Sedangkan sumber data kualitatif berasal dari diskusi mendalam dengan informan kunci di Jawa Timur yang terdiri dari manajer investasi, perantara pedagang efek dan pihak Bursa Efek Indonesia yang memahami konsep saham syariah.

4.5.2. Teknik Pengumpulan Data

Untuk memperoleh data digunakan teknik pengumpulan data dokumentasi dan diskusi. Dokumentasi yaitu suatu cara untuk memperoleh data dan dokumen perusahaan yang ada kaitannya dengan penelitian yaitu dengan cara meng-copy arsip-arsip perusahaan dan men-download data-data keuangan yang diperlukan melalui internet di alamat www.idx.co.id.

Metode diskusi digunakan peneliti untuk mengkonfirmasi secara lengkap dan detail mengenai mengenai hasil temuan perbandingan likuiditas saham syariah dan non syariah serta faktor-faktor determinannya. Alat pengumpul informasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah hasil analisis pengujian statistik tentang perbandingan likuiditas saham syariah dan non syariah serta faktor-faktor determinannya. Selain itu digunakan alat tambahan lain yang berguna untuk melengkapi data seperti buku catatan, alat tulis, alat perekam (MP3 player and recorder).

4.6. Metode Analisis Data

Penelitian ini merupakan penelitian yang menggunakan analisis data statistik deskriptif yang menggambarkan data variabel bebas, variabel tergantung serta koefisien regresi, dengan menggunakan ukuran; rata-rata aritmatik dan deviasi (*standar deviasi dan range*). Disamping itu, hal yang paling penting dalam penelitian ini adalah untuk menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasi maka penelitian ini juga menggunakan metode analisis data statistik



inferensial (statistik induktif) dengan menggunakan analisis uji t dua sampel independen (*independent sample t test*) dan *multiple regression* pada level of significant (α) 5% dengan bantuan software SPSS 20.0.

Uji t dua sampel pada prinsipnya akan membandingkan rata-rata dari dua kelompok, yaitu kelompok likuiditas saham syariah non syariah. Tujuannya adalah untuk mengetahui apakah likuiditas saham syariah lebih baik dibandingkan saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Model *multiple regression* yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Model I :

$$SPREAD_{it} = \alpha + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 INSD_{i,t} + \beta_3 BLOCK_{i,t} + \beta_4 FINST_{i,t} + \beta_5 VOLM_{i,t} + \beta_6 PRICE_{i,t} + \beta_7 VOLT_{i,t} + \beta_8 MARKTM_{i,t} + \beta_9 DEV_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Model II :

$$DEPTH_{it} = \alpha + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 INSD_{i,t} + \beta_3 BLOCK_{i,t} + \beta_4 FINST_{i,t} + \beta_5 VOLM_{i,t} + \beta_6 PRICE_{i,t} + \beta_7 VOLT_{i,t} + \beta_8 MARKTM_{i,t} + \beta_9 DEV_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan :

$SPREAD_{it}$: Relative spread saham perusahaan i pada periode t

$DEPTH_{it}$: Depth saham perusahaan i pada periode t

α : Intercept dari persamaan regresi

β_{1-10} : koefisien regresi

$INST_{i,t}$: *institutional ownership* perusahaan i pada periode t

$INSD_{i,t}$: *insider ownership* perusahaan i pada periode t



$BLOCK_{i,t}$: blockholder ownership perusahaan i pada periode t

$FINST_{i,t}$: Foreign insider ownership perusahaan i pada periode t

$VOLM_{i,t}$: volume perdagangan saham perusahaan i pada periode t

$PRICE_{i,t}$: Harga saham perusahaan i pada periode t

$VOLT_{i,t}$: volatilitas pendapatan saham perusahaan i pada periode t

$MARKT_{i,t}$: market to book value perusahaan i pada periode t

$SIZE_{i,t}$: ukuran perusahaan i pada periode t

$\varepsilon_{i,t}$: error pada persamaan regresi

Baik model I maupun model II dianalisis pada saham syariah dan non syariah pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Analisis korelasi dan *multiple regression* digunakan untuk melihat apakah terdapat pengaruh masing-masing variabel bebas (*institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, volatilitas *return*, *market to book value* dan *size*) terhadap variabel tergantung (likuiditas saham) serta seberapa kuat pengaruh masing-masing variabel bebas tersebut terhadap variabel terganggunya dengan menggunakan *level of significant* (α) = 5%.

Selain itu, untuk mendukung penjelasan hasil temuan penelitian kuantitatif pada penelitian ini, maka dilakukan diskusi yang mendalam (*in deep interview*) dengan para pelaku pasar modal diantaranya adalah: manajer investasi, perantara pedagang efek dan pihak bursa efek yang memahami konsep saham syariah.



BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1. Gambaran Perkembangan Bursa Efek Indonesia

Bursa Efek Indonesia adalah penggabungan dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES) yang resmi beroperasi pada tanggal 1 Desember 2007. Penggabungan ini berarti menggabungkan dua bursa dengan aktivitas yang berbeda menjadi bursa yang menyelenggarakan transaksi *derivative*, obligasi, saham perusahaan kecil, menengah dan koperasi serta saham industri spesifik seperti pertambangan.

Setelah merger terlaksana, perkembangan Bursa Efek Indonesia (BEI) mengalami perkembangan yang cukup pesat baik dari segi sistem transaksi maupun dari kinerja aktivitas perdagangan surat berharga. Dari segi sistem transaksi, sejak 2 Maret 2009 sistem JATS yang telah digunakan sejak telah digantikan dengan sistem baru bernama JATS-NextG yang disediakan OMX. Jakarta Automatic Trading System Next Generation (JATS-NextG) merupakan teknologi satu platform generasi baru yang memiliki beberapa kelebihan dibandingkan generasi sebelumnya. Teknologi ini disebut-sebut mampu meningkatkan kapasitas transaksi hingga tiga kali lipat.

Perkembangan aktivitas perdagangan Bursa Efek Indonesia dapat dilihat dari beberapa indikator volume perdagangan, nilai perdagangan, frekuensi perdagangan, jumlah perusahaan yang tercatat, nilai kapitalisasi pasar dan indeks harga saham gabungan (IHSG). Tabel 5.1. berikut menunjukkan indikator-indikator perkembangan aktivitas perdagangan Bursa Efek Indonesia dari tahun 2007 sampai 2010.



Tabel 5.1
Perkembangan Bursa Efek Indonesia
Periode 2007-2010

Indikator	Tahun			
	2007	2008	2009	2010
Volume perdagangan saham (juta saham)	1.039.542	787.846	1.467.659	1.330.865
Nilai perdagangan saham (milyar Rupiah)	1.050.154	1.064.528	975.135	1.176.237
Frekuensi Perdagangan (ribuan)	11.861	13.417	20.977	25.919
Perusahaan yang tercatat	383	396	398	420
Nilai kapitalisasi pasar (milyar Rupiah)	1.988.326	1.076.491	2.019.375	3.247.097
IHSG	2.745.826	1.355.408	2.534.36	3.703.51

Sumber: IDX Statistics 2010 dan 2011

Berdasarkan Tabel 5.1, dapat dilihat bahwa secara umum Bursa Efek Indonesia mengalami peningkatan pada aktivitas perdagangan yang cukup tinggi pada periode 2007-2010. Namun, pada tahun 2008 Bursa Efek Indonesia (BEI) mengalami kejatuhan yang sangat dalam, sebagaimana yang telah terjadi pada bursa bursa efek dunia terutama New York Stock Exchange (NYSE). Hal ini diawali dengan kasus macetnya kredit perumahan di Amerika atau yang dikenal dengan *Subprime mortgage* yang berimbasnya pada jatuhnya New York Stock Exchange (NYSE) pada bulan Oktober 2008. Pada Oktober 2008 pula, indeks harga saham gabungan terus mencelak prestasi terburuknya. Bahkan, kejatuhan indeks harga saham gabungan (IHSG) sempat berujung pada suspensi perdagangan Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 8 Oktober 2008. Indeks Harga Saham Gabungan mengalami penurunan sebesar 50,64% dari level 2.745.826 pada akhir tahun 2007 dan ditutup pada level 1.355.408 di akhir tahun 2008. Turunnya IHSG ini juga mengakibatkan Nilai kapitalisasi pasar perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa mengalami penurunan yang cukup tajam pada periode ini, meskipun jumlah perusahaan yang tercatat meningkat dari 383 perusahaan tahun 2007 menjadi 396 pada tahun 2008.



Setelah tahun 2008, aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia kembali meningkat secara cepat. Cepat puluhnya Bursa Efek Indonesia disebabkan oleh meningkatnya kepercayaan investor akan cukup baiknya fundamental ekonomi Indonesia dan penyebab kejatuhan Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 hanya disebabkan faktor psikologis oleh kepanikan yang berlebihan atas dampak kejatuhan bursa bursa dunia terutama New York Stock Exchange (NYSE). Setelah kepanikan mereda, para investor mulai berfikir lebih realistis bahwa kondisi perekonomian Indonesia tidak terlalu terpengaruh dengan runtuhnya perekonomian Amerika dan mulai kembali ke pasar yang akhirnya meningkatkan likuiditas pasar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009. Hal ini dapat dilihat dari peningkatan volume perdagangan saham dan frekuensi perdagangan 2008-2009, volume perdagangan meningkat 86,29 % dan frekuensi perdagangan meningkat 56,35%.

Puluhnya kepercayaan investor, baik domestik maupun asing, mengakibatkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami kenaikan yang sangat signifikan pada periode 2008-2010, rata-rata 66,57% per tahun. Selain itu juga, nilai kapitalisasi pasar juga mengalami peningkatan yang sangat signifikan, rata-rata sebesar 74,19 % pertahun. Peningkatan kinerja Bursa Efek Indonesia ini, mendorong perusahaan baik yang dimiliki swasta maupun yang dimiliki negara untuk melakukan *initial public offering* (IPO) di BEI pada periode tersebut. Sampai akhir tahun 2010 sudah mencapai 420 perusahaan yang *listing* di BEI, meningkat sebesar 24 perusahaan jika dibandingkan pada tahun 2008 yaitu 396 perusahaan.

Dari indikator-indikator yang telah dipaparkan di atas, tidak dapat diragukan bahwa pada tahun 2009 Bursa Efek Indonesia menjadi bursa efek yang mempunyai kinerja perdagangan yang tertinggi di ASEAN dan menempati posisi kedua di Asia Pasifik. Sedangkan pada penutupan perdagangan tahun



2010 kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Indonesia adalah terbaik se Asia-Pasifik. Hal ini menunjukkan bahwa Indonesia adalah negara yang memiliki daya tarik investasi yang tinggi di mata para investor, terbukti rata-rata kurang lebih 40% dari nilai perdagangan di Bursa Efek Indonesia melibatkan investor asing (IDX statistics 2009) dan kurang lebih 42% Surat Utang Negara (SUN) dimiliki oleh pihak asing.

5.2. Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan sebagai populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan non syariah serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2010. Perusahaan manufaktur tersebut terdiri atas beberapa klasifikasi industri. Klasifikasi industri perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menurut Jakarta Stock Industrial Classification (JESICA) dapat dilihat pada Tabel 5.2.

Berdasarkan Tabel 5.2. dapat diketahui pengklasifikasian industri manufaktur berdasarkan Jakarta Stock Industrial Classification (JESICA) yang mengklasifikasikan industri manufaktur menjadi 3 (tiga) kelompok, yaitu *Basic Industry and Chemicals*, *Miscellaneous Industry* dan *Consumer Goods Industry*.

Tabel 5.2. juga menunjukkan sampai dengan akhir tahun 2010 terdapat 133 perusahaan yang diklasifikasikan masuk dalam industri manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia.



Tabel 5.2.
Klasifikasi Industri Manufaktur Menurut Jakarta Stock Industrial
Classification (JESICA)

Klasifikasi Industri Manufaktur	Sub Klasifikasi Industri Manufaktur	Jumlah perusahaan
BASIC INDUSTRY AND CHEMICALS	Cement	3
	Ceramics, Glass, Porcelain	6
	Metal & Allied Products	15
	Chemicals	10
	Plastics & Packaging	11
	Animal Feed	4
	Wood Industries	2
	Pulp & Paper	7
	Machinery & Heavy Equipment	0
	Automotive & Components	12
MISCELLANEOUS INDUSTRY	Textile, Garment	20
	Footwear	3
	Cable	6
	Electronics	1
	Food & Beverages	14
CONSUMER GOODS INDUSTRY	Tobacco Manufacturers	3
	Pharmaceuticals	10
	Cosmetics & Household	3
	Houseware	3
	Jumlah	133

Sumber : IDX Statistics 2010

Berdasarkan kriteria populasi yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya, maka diperoleh jumlah populasi perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah adalah 46 perusahaan sedangkan yang non syariah adalah 32 perusahaan. Selengkapnya daftar perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan non syariah dapat dilihat pada Tabel 5.3 dan 5.4.



Tabel 5.3 menunjukkan perusahaan-perusahaan manufaktur yang termasuk dalam klasifikasi daftar saham syariah selama dua tahun berturut-turut (2009-2010).

Tabel 5.3
Daftar Perusahaan Manufaktur Klasifikasi Saham Syariah

No	Kode	Perusahaan	No	Kode	Perusahaan
1	AKKU	PT. Aneka Kemasindo Tbk	24	LMPI	PT. Langgeng Makmur Industry
2	AKPI	PT. Argha Karya Prima Industri	25	LMSH	PT. Lionmesh Prima
3	AMFG	PT. Asahimas Flat Glass	26	LPIN	PT. Multi Prima Sejahtera
4	ASSI	PT. Astra International	27	MASA	PT. Multistrada Arah Sarana
5	AUTO	PT. Astra Otoparts	28	MERK	PT. Merck
6	BRAM	PT. Indo Kordsa	29	MRAT	PT. Mustika Ratu
7	CTBN	PT. Citra Tubindo	30	MYOR	PT. Mayora Indah
8	BTON	PT. Betonjaya Manunggal	31	PTSN	PT. Sat Nusapersada
9	DPNS	PT. Duta Pertiwi Nusantara	32	PYFA	PT. Pyridam Farma
10	DVLA	PT. Darya-Varia Laboratoria	33	RICY	PT. Ricky Putra Globalindo
11	EKAD	PT. Ekadharma International	34	SIAP	PT. Sekawan Inii Pratama
12	ESTI	PT. Ever Shine Textile Industry	35	SKLT	PT. Sekar Laut
13	HDTX	PT. Panasia Indosyntec	36	SMCB	PT. Holcim Indonesia
14	IGAR	PT. Kageo Igar Jaya	37	SMGR	PT. Semen Gresik
15	IKBI	PT. Sumi Indo Kabel	38	SMSM	PT. Selamat Sempurna
16	INCI	PT. Intanjaya Internasional	39	STTP	PT. Siantar Top
17	INDR	PT. Indorama Syntetics	40	TCID	PT. Mandom Indonesia
18	INTP	PT. Indocement Tunggul Prakasa	41	TPIA	PT. Tri Polya Indonesia
19	JPRS	PT. Jaya Pari Steel	42	TRST	PT. Trias Sentosa
20	KDSI	PT. Kedawung Setia Industrial	43	TSPC	PT. Tempo Scan Pasific
21	KICI	PT. Kedaung Indah Can	44	ULTJ	PT. Ultra Jaya Milk
22	KLBF	PT. Kalbe Farma	45	UNVR	PT. Unilever Indonesia
23	LION	PT. Lion Metal Work	46	YPAS	PT. Yanaprima Hastapersada

Sumber: Lampiran 1



Tabel 5.4 menunjukkan perusahaan-perusahaan manufaktur yang termasuk dalam klasifikasi daftar saham non syariah selama dua tahun berturut-turut (2009-2010).

Tabel 5.4
Daftar Perusahaan Manufaktur Klasifikasi Saham Non Syariah

No	Kode	Perusahaan	No	Kode	Perusahaan
1	ADES	PT. Akasha Wira International	17	INKP	PT. Indah Kiat Pulp & Paper
2	ADMG	PT. Polychem Indonesia	18	JECC	PT. Jembo Cable Company
3	ALMI	PT. Alumindo Light Metal Industry	19	MLBI	PT. Multi Bintang Indonesia
4	DAVO	PT. Davomas Abadi	20	NIPS	PT. Nipress
5	DLTA	PT. Delta Diakarta	21	PBRX	PT. Pan Brothers Tex
6	CEKA	PT. Cahaya Kalbar	22	PICO	PT. Pelangi Indah Canindo
7	DOID	PT. Delta Dunia Makmur	23	PRAS	PT. Prima Alloy Steel
8	DYNA	PT. Dynaplast	24	SCCO	PT. Suprame Cable Manufacturing & Commerce
9	FASW	PT. Fajar Surya Wisesa	25	SCPI	PT. Schering-Plough Indonesia
10	GGRM	PT. Gudang Garam	26	SIMA	PT. Siwani Makmur
11	GJTL	PT. Gajah Tunggal	27	SPMA	PT. Suparma
12	IKAI	PT. Intikeramik Alamasy Industry	28	SSTM	PT. Sunson Textile Manufacture
13	IMAS	PT. Indomobil Sukses Internasional	29	SULI	PT. Suralindo Lestari Jaya
14	INAI	PT. Indal Aluminium Industry	30	TBMS	PT. Tembaga Mulia Semanan
15	INDF	PT. Indofood Sukses Makmur	31	TIRT	PT. Tirta Mahakam Resources
16	INDS	PT. Indospring	32	TKIM	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia

Sumber: Lampiran 2

5.3. Deskripsi Variabel Penelitian

Secara umum variabel dalam penelitian ini meliputi variabel variabel likuiditas saham (*relative spread* dan *depth*), kepemilikan institusi (*institutional ownership*), kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), kepemilikan blok (*blockholder ownership*), kepemilikan institusi asing (*foreign institutional ownership*), volume perdagangan, harga saham, volatilitas, *return market to book value*, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Gambaran variabel-variabel penelitian ini secara berturut turut akan dijelaskan sebagai berikut.



5.3.1. Variabel *Relative Spread*

Relative Spread menunjukkan dimensi *tightness* dan *immediacy* dari likuiditas saham. Dimensi *tightness* menunjukkan besarnya biaya transaksi yang harus ditanggung oleh investor setiap kali transaksi. Untuk saham, biaya ini dihitung dari selisih *bid price* dan *ask price*. Semakin rendah biaya transaksi yang harus ditanggung investor, menunjukkan bahwa saham yang dimiliki oleh investor tersebut semakin likuid. Sedangkan, dimensi *immediacy* merupakan dimensi yang mengukur kecepatan aset untuk dapat ditransaksikan. Semakin cepat suatu saham dapat ditransaksikan, maka semakin kecil risiko yang ditanggung oleh investor. Semakin kecil risiko berarti semakin rendah selisih *bid price* dan *ask price*. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa saham tersebut semakin likuid (Crockett, 2008).

Gambaran *relative spread* saham syariah dan saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang digunakan obyek dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 5.5 berikut ini.

Tabel.5.5
Gambaran Data *Relative Spread* Saham Syariah dan Saham Non Syariah
Perusahaan Manufaktur 2009-2010

<i>Spread</i>	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,0006	0,3808	0,0778	0,0711
Saham Non Syariah	0,0035	0,2374	0,0646	0,0664

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.5 dapat diketahui bahwa rata-rata *relative spread* saham syariah adalah 0,0711 dengan range sebesar 0,3802 dan deviasi standar sebesar 0,0778. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun rata-rata *spread* saham syariah perusahaan manufaktur relatif sedang (normal), akan tetapi dispersi data dari rata-ratanya relatif besar, kondisi ini sangat dipengaruhi oleh aktivitas



perdagangan saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur yang sangat bervariasi. Perusahaan yang mempunyai *relative spread* yang terkecil atau yang paling likuid pada data penelitian ini adalah PT. Astra Otoparts (AUTO) pada tahun 2010 yaitu 0,0006, sedangkan yang terbesar adalah PT. Kedaung Indah Can (KIC) pada tahun 2009 yaitu sebesar 0,3808. Kecilnya *relative spread* (likuiditas tinggi) saham PT Astra Otoparts (AUTO) pada tahun 2009 ini berkaitan dengan tingginya aktivitas perdagangan saham ini pada tahun tersebut, hampir setiap hari saham ini ditransaksikan, hanya 1 hari dari 243 hari perdagangan pada tahun 2009 tidak ada transaksinya. Sedangkan, tingginya *relative spread* (likuiditas rendah) saham PT. Kedaung Indah Can (KIC) pada tahun 2010 berkaitan dengan rendahnya aktivitas perdagangan saham perusahaan ini pada tahun tersebut. Dari 239 hari perdagangan dalam tahun 2010, hanya terdapat 8 hari saham PT. Kedaung Indah Can (KIC) ditransaksikan.

Selanjutnya, berdasarkan Tabel 5.5 juga dapat diketahui bahwa rata-rata *relative spread* saham non syariah adalah 0,0664 dengan range sebesar 0,2330 dan deviasi standar sebesar 0,0646. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun rata-rata *relative spread* saham non syariah perusahaan manufaktur relatif sedang (normal), akan tetapi dispersi (penyebaran) data dari rata-ratanya relatif besar.

Aktivitas perdagangan saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur yang sangat bervariasi merupakan salah satu faktor yang menyebabkan tingginya dispersi *relative spread*. Perusahaan yang mempunyai *relative spread* yang terendah atau yang paling likuid pada data penelitian ini adalah PT. Fajar Surya Wisesa (FASW) pada tahun 2010 yaitu 0,0035, sedangkan yang terbesar adalah PT. Indospring (INDS) pada tahun 2009 yaitu sebesar 0,2374. Rendahnya *spread* (likuiditas tinggi) saham PT. Fajar Surya Wisesa (FASW) pada tahun 2010 ini berkaitan dengan tingginya aktivitas perdagangan saham ini



pada tahun tersebut. Sedangkan, tingginya *relative spread* (likuiditas rendah) saham PT. Indospring (INDS)) pada tahun 2009 berkaitan dengan rendahnya aktivitas perdagangan saham perusahaan ini pada tahun tersebut.

Berdasarkan Tabel 5.5 dapat dikemukakan bahwa secara deskriptif rata-rata *relative spread* saham syariah lebih tinggi dibandingkan dengan saham non syariah pada perusahaan-perusahaan manufaktur. Akan tetapi, penyebaran data dari rata-ratanya *relative spread* saham syariah lebih besar dibandingkan dengan saham non syariah perusahaan manufaktur atau dengan kata lain *relative spread* saham syariah lebih bervariasi dibandingkan saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang dijadikan obyek dalam penelitian ini.

5.3.2. Variabel Depth

Depth menunjukkan besarnya jumlah atau nilai transaksi yang dapat diserap oleh pasar tanpa mempengaruhi harga. Untuk saham, dimensi ini dilihat dari banyaknya *order* jual dan *order* beli yang ada di pasar. Semakin banyak *order* jual (beli), maka semakin mudah bagi para investor untuk melakukan aksi jual (beli) tanpa mempengaruhi harga, sehingga dapat dikatakan saham tersebut semakin likuid (Crockett, 2008).

Gambaran variabel *depth* saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur yang digunakan sebagai obyek dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 5.6. Berdasarkan Tabel 5.6 dapat diketahui bahwa rata-rata *depth* saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 588,737 dengan *range* sebesar Rp. 8.850,697 juta dan deviasi standar sebesar 1.490,97 juta.



Tabel 5.6
Gambaran Data Depth Saham Syariah dan Saham Non Syariah
Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum (juta Rp)	Maksimum (juta Rp)	Rata-Rata (jutaan Rp)	Rata-Rata (dalam Ln)	Deviasi Standar (juta Rp)
Saham Syariah	0,588	8.851,284	588,737	18,147	1.490,97
Saham Non Syariah	2.288	11.190,581	619,021	18,394	1.757,93

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Hal ini menunjukkan bahwa meskipun rata-rata *depth* saham syariah perusahaan manufaktur relatif sedang, akan tetapi dispersi (penyebaran) data dari rata-ratanya relatif besar. Tahun 2009 merupakan awal kebangkitan Bursa Efek Indonesia setelah pada kuartal IV tahun 2008 sempat terpuruk sebagai imbas dari krisis keuangan Amerika yang mengakibatkan IHSG terjun dari level 2.745 tahun 2007 ke level 1.355 akhir tahun 2008, sehingga awal tahun 2009 aktivitas perdagangan saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur masih rendah dan terus meningkat dengan sangat tajam memasuki tahun 2010. Hal ini mengakibatkan dispersi (*range*) data *depth* saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur dalam penelitian ini relatif besar periode tahun 2009-2010. Perusahaan yang mempunyai *depth* yang terkecil atau yang paling tidak likuid pada data penelitian ini adalah PT. Sekar laut (SKLT) pada tahun 2009 yaitu Rp. 0,588 juta. Rendahnya *depth* saham PT. Sekar laut (SKLT) ini berkaitan dengan cukup rendahnya aktivitas perdagangan saham ini pada tahun tersebut, rata-rata frekwensi perdagangan perhari saham ini 7,71 kali. PT. Kalbe Farma (KLBF) pada tahun 2010 memiliki *depth* terbesar yaitu sebesar Rp. 8.851,284 juta. Besarnya *depth* saham PT. Kalbe Farma (KLBF) ini berkaitan dengan tingginya aktivitas perdagangan saham ini pada tahun tersebut, setiap hari saham ini ditransaksikan dan rata-rata frekwensi perdagangan perhari sangat tinggi yaitu sebesar 1029 kali.



Selanjutnya, berdasarkan Tabel 5.6 juga dapat diketahui bahwa rata-rata *depth* saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar Rp. 619.021 juta dengan range sebesar Rp 11.188.294 juta dan deviasi standar sebesar 1.757,93 juta. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun rata-rata *depth* saham non syariah perusahaan manufaktur relatif tidak terlalu tinggi, akan tetapi dispersi (penyebaran) data dari rata-ratanya relatif besar. Perusahaan yang mempunyai *depth* yang terkecil atau yang paling tidak likuid pada penelitian ini adalah PT. Pan Brothers Tex (PBRX) pada tahun 2009 yaitu Rp 2,288 juta. Rendahnya *depth* saham PT. Pan Brothers Tex (PBRX) ini berkaitan dengan rendahnya aktivitas perdagangan saham ini pada tahun tersebut, rata-rata frekwensi perdagangan perhari saham ini 1,96 kali. Sedangkan, perusahaan yang mempunyai *depth* yang terbesar atau yang paling likuid pada data penelitian ini adalah PT. Indofood Sukses Makmur (INDF) pada tahun 2010 yaitu sebesar Rp 11.190.581 juta. Besarnya *depth* saham PT. Indofood Sukses Makmur (INDF) ini berkaitan juga dengan tingginya aktivitas perdagangan saham ini pada tahun tersebut, setiap hari saham ini ditransaksikan dan rata-rata frekwensi perdagangan perhari sangat tinggi 1475.305 kali.

Berdasarkan Tabel 5.6 dapat secara deskriptif dikemukakan bahwa rata-rata *depth* saham syariah relatif tidak jauh berbeda dibandingkan dengan saham non syariah pada perusahaan-perusahaan manufaktur. Akan tetapi, perbedaan deviasi standar menunjukkan bahwa sebaran data *depth* saham syariah yang relatif lebih kecil dibandingkan saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun rata-rata *depth* saham syariah lebih rendah dibandingkan saham non syariah, namun data *depth* saham syariah lebih merata dibandingkan saham non syariah.



5.3.3. Variabel Kepemilikan Institusi (*Institutional Ownership*)

Menurut Reilly dan Norton (2003, hal. 167) *institutional ownership* merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau pemegang saham yang berbentuk badan hukum, yang biasanya terdiri dari reksadana, dana pensiun, perusahaan asuransi, *endowments*, dan bank.

Gambaran variabel Kepemilikan Institusi (*Institutional Ownership*) saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur yang digunakan obyek dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 5.7. berikut ini.

Tabel 5.7

Gambaran Data Proporsi Kepemilikan Institusi atas Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,000	0,9610	0,2208	0,6592
Saham Non Syariah	0,3296	0,9453	0,1764	0,7315

Sumber : Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.7 dapat diketahui bahwa rata-rata Kepemilikan Institusi saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah yaitu sebesar 65,92% dengan *range* sebesar 96,10% dan deviasi standar sebesar 22,08%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi terhadap saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif cukup besar (lebih dari 50%).

Akan tetapi, penyebaran data dari rata-ratanya yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan institusi terhadap saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini

Berdasarkan Lampiran 1 dapat diketahui bahwa kepemilikan institusi yang terkecil pada saham syariah perusahaan manufaktur terdapat pada perusahaan PT. Betonjaya Manunggal (BTON) tahun 2009 dan PT. Intanjaya Internasional (INCI) tahun 2009 dan 2010 yaitu sebesar 0%. Sedangkan, PT Sekar Laut (SKLT) dimiliki oleh investor institusi yang terbesar pada tahun 2009



yaitu sebesar 96,10%. Hal ini mengakibatkan range kepemilikan institusi atas saham syariah perusahaan manufaktur

Berdasarkan Tabel 5.7 juga dapat diketahui bahwa rata-rata kepemilikan institusi atas saham non syariah pada perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah yaitu sebesar 73,14% dengan range sebesar 61,10% dan deviasi standar sebesar 17,64%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif besar, dengan penyebaran (dispersi) dari rata-ratanya yang relatif cukup besar pula. Kepemilikan institusi yang terkecil pada saham non syariah perusahaan manufaktur terdapat pada perusahaan PT. PT. Pan Brothers Tex (PBRX) tahun 2009 yaitu sebesar 32,96%. Sedangkan, PT. Akasha Wira International (ADES) pada tahun 2009 adalah dimiliki oleh investor institusi yang terbesar yaitu 94,53%.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa saham-saham non syariah perusahaan manufaktur lebih banyak dimiliki oleh institusi dibandingkan dengan saham-saham syariah periode 2009-2010. Akan tetapi, range dan deviasi standar kepemilikan institusi pada saham syariah perusahaan manufaktur lebih besar dibandingkan saham non syariah. Hal ini menunjukkan kepemilikan institusi pada saham syariah lebih bervariasi dibandingkan dengan saham non syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010.

5.3.4. Variabel Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*)

Kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak-pihak yang berada dalam perusahaan (pihak manajemen dan komisaris), atau dengan kata lain semua pihak yang terlibat langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan, dan mereka juga dapat memperoleh informasi langsung dari dalam perusahaan. *Insider ownership* dalam penelitian



ini adalah saham yang diberikan oleh perusahaan kepada pihak manajemen dan komisaris karena jabatannya.

Tabel 5.8 merupakan gambaran variabel kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur yang digunakan obyek dalam penelitian ini.

Tabel 5.8

Gambaran Data Proporsi Kepemilikan Orang Dalam atas Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,0000	0,7000	0,1323	0,0570
Saham Non Syariah	0,0000	0,1835	0,0319	0,0115

Sumber : Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.8 dapat diketahui bahwa rata-rata kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) atas saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah yaitu sebesar 5,71% dengan range sebesar 0,00% dan deviasi standar sebesar 13,23%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam terhadap saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif cukup kecil (kurang dari 10%). Akan tetapi, dispersi data dari rata-ratanya yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) terhadap saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Berdasarkan Lampiran 1, dapat diketahui bahwa kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) yang terkecil (0%) pada saham syariah perusahaan manufaktur terdapat pada banyak perusahaan diantaranya adalah, PT. Darya-Varia Laboratoria (DVLA), PT. Ekadharma International (EKAD), PT. Ever Shine Textile Industry (ESTI) dan lain lain tahun 2009 dan 2010. Sedangkan, PT. Sat Nusapersada (PTSN) dimiliki oleh orang dalam (*Insider Ownership*) yang terbesar pada tahun 2009 dan 2010 yaitu sebesar 70%. Hal ini mengakibatkan



range kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) atas saham syariah perusahaan manufaktur sangat tinggi, yaitu sebesar 70%.

Selanjutnya, Tabel 5.8 juga menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan orang dalam atas saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 1,15% dengan range sebesar 18,35% dan deviasi standar sebesar 3,19%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif sangat kecil dengan penyebaran data dari rata-ratanya yang relatif cukup kecil pula. Kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) yang terkecil pada saham non syariah perusahaan manufaktur terdapat pada beberapa perusahaan, diantaranya adalah; PT. Akasha Wira International (ADES), PT. Polychem Indonesia (ADMG), PT. Davomas Abadi (DAVO) dan lain-lain tahun 2009 dan 2010 yaitu sebesar 0%. Sedangkan, PT. Nipress (NIPS) pada tahun 2009 dimiliki oleh orang dalam yang terbesar yaitu sebesar 18,35%.

Secara deskriptif, dapat dikemukakan bahwa saham-saham syariah perusahaan manufaktur lebih banyak dimiliki orang dalam (*insider ownership*) dibandingkan dengan saham-saham non syariah periode 2009-2010. Selain itu, dispersi kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) pada saham syariah perusahaan manufaktur lebih besar dibandingkan saham non syariah. Hal ini menunjukkan orang dalam (*insider ownership*) pada saham syariah lebih bervariasi dibandingkan dengan saham non syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010.

5.3.5. Variabel Kepemilikan Blok (*Blockholder Ownership*)

Kepemilikan blok (*blockholder ownership*) adalah tingkat konsentrasi kepemilikan saham perusahaan. *Blockholder* yang dimaksud di sini adalah pemegang saham yang mempunyai kepemilikan saham $\geq 25\%$. *Blockholder* atau



sesuai dengan UU Pasar Modal 1995, Keputusan Ketua Bapepam
Kep.05/PM/2002 dan Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No. Kep-
305/BEJ/07-2004.

Tabel 5.9 merupakan gambaran variabel kepemilikan blok (*blockholder ownership*) atas saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur yang digunakan obyek dalam penelitian ini tahun 2009-2010.

Tabel 5.9
Gambaran Data Kepemilikan Blok atas Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,0000	0,9565	0,2911	0,5408
Saham Non Syariah	0,0000	0,9194	0,2377	0,5428

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.9 dapat diketahui bahwa rata-rata kepemilikan blok (*blockholder ownership*) atas saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 54,078% dengan range sebesar 95,65% dan deviasi standar sebesar 29,11%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan blok atas saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif moderat. Akan tetapi, penyebaran (dispersi) data yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan blok atas saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Lampiran 1 menunjukkan bahwa terdapat tujuh perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah yang tidak memiliki kepemilikan blok diantaranya adalah, PT. PT. Argha Karya Prima Industri (AKPI), PT. Intanwijaya Internasional (INCI), PT. Kalbe Farma (KLBF) dan lain lain tahun 2009 dan 2010. Sedangkan, PT. Astra Otoparts (AUTO) dimiliki oleh pihak kepemilikan blok yang terbesar pada tahun 2009 dan 2010 yaitu sebesar 95,65%. Hal ini mengakibatkan range kepemilikan blok atas saham syariah perusahaan manufaktur sangat tinggi, yaitu sebesar 95,65%.



Rata-rata kepemilikan blok atas saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 54,28% dengan range sebesar 91,94% dan deviasi standar sebesar 23,77%. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan blok atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif cukup tinggi, dengan dispersi yang relatif cukup tinggi pula.

Ada dua (2) perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah yang tidak memiliki kepemilikan blok yaitu, PT. Davomas Abadi (DAVO) dan PT. Pan Brothers Tex (PBRX) tahun 2009 dan 2010 yaitu sebesar 0%.

Sedangkan, PT. Akasha Wira International (ADES) pada tahun 2009 dan 2010 memiliki kepemilikan blok (*blockholder ownership*) yang terbesar yaitu sebesar 91,94%.

Berdasarkan Tabel 5.9 diatas, secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa kepemilikan blok (*blockholder ownership*) saham-saham syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010 secara relatif tidak jauh berbeda dengan saham-saham non syariah. Namun, kepemilikan blok pada saham syariah perusahaan manufaktur relatif lebih bervariasi dibandingkan dengan saham non syariah.

5.3.6. Variabel Kepemilikan Institusi Asing (*Foreign Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusi asing (*foreign institutional ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham oleh pemegang saham institusi asing atau pemegang saham yang berbentuk badan hukum, yang biasanya terdiri dari reksadana, dana pensiun, perusahaan asuransi, *endowments*, dan bank.

Tabel 5.10 merupakan gambaran variabel kepemilikan institusi asing atas saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini.



Tabel 5.10
Gambaran Data Kepemilikan Institusi Asing atas Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,0000	0,9507	0,3232	0,3382
Saham Non Syariah	0,0000	0,9453	0,3260	0,3206

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.10 dapat diketahui bahwa rata-rata kepemilikan institusi asing atas saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 33,82% dengan range sebesar 95,07% dan deviasi standar sebesar 32,32%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi asing atas saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif tidak terlalu tinggi. Akan tetapi, penyebaran (dispersi) data dari rata-ratanya yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan institusi asing atas saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Lampiran 1 menunjukkan bahwa ada beberapa perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah tidak memiliki kepemilikan institusi asing (0%), yaitu sebanyak 17 perusahaan dari 46 perusahaan obyek penelitian yang diantaranya adalah; PT. Astra Otoparts (AUTO), PT. Ekadharma International (EKAD), PT. Intanwijaya Internasional (INCI) dan lain-lain pada tahun 2009 dan 2010. Sedangkan, PT. Aneka Kemasindo Tbk (AKKU) dimiliki oleh pihak kepemilikan institusi asing yang terbesar pada tahun 2009 dan 2010 yaitu sebesar 95,07%. Hal ini mengakibatkan range kepemilikan institusi asing atas saham syariah perusahaan manufaktur sangat tinggi, yaitu sebesar 95,07%.

Selanjutnya, rata-rata kepemilikan institusi asing saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 32,05% dengan range sebesar 94,53% dan deviasi standar sebesar 32,60%. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi asing atas saham non syariah perusahaan manufaktur juga relatif tidak terlalu tinggi, namun ada beberapa



perusahaan yang kepemilikan asingnya sangat tinggi, hal ini dapat dilihat dari range data kepemilikan asing yang sangat tinggi dan deviasi standar yang relatif cukup tinggi pula ada beberapa perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah tidak memiliki kepemilikan institusi asing (0%), yaitu sebanyak 17 perusahaan dari 46 perusahaan obyek penelitian yang diantaranya adalah; PT. Alumindo Light Metal Industry (ALMI), PT. Fajar Surya Wisata (FASW), PT. Gudang Garam (GGRM) dan lain-lain pada tahun 2009 dan 2010. Sedangkan, PT. Akasha Wira International (ADES) pada tahun 2009 memiliki kepemilikan institusi asing yang terbesar yaitu sebesar 94,53%.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusi asing atas saham-saham syariah dan non syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010 secara relatif tidak jauh berbeda. Selain itu, dispersi kepemilikan institusi asing atas saham syariah pada perusahaan manufaktur juga relatif tidak jauh berbeda dibandingkan saham non syariah. Hal ini menunjukkan struktur kepemilikan institusi asing atas saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur periode 2009-2010 tidak jauh berbeda.

5.3.7. Variabel Volume Perdagangan

Volume perdagangan adalah rata-rata perhari saham yang ditransaksikan oleh trader selama setahun (jumlah hari transaksi selama setahun). Semakin besar volume transaksi suatu saham juga menunjukkan semakin besar order jual (beli) dari saham tersebut, yang berarti bahwa saham tersebut cepat berputar atau berpindah tangan.

Tabel 5.11 merupakan gambaran variabel rata-rata perhari volume perdagangan saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini.



Tabel 5.11
Gambaran Data Volume Perdagangan Saham Syariah Harian dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum (jutaan lembar)	Maximum (jutaan lembar)	Deviasi Standar (jutaan lembar)	Rata-Rata (jutaan lembar)
Saham Syariah	0,0015	36,1211	5,1082	2,2901
Saham Non Syariah	0,0020	46,2938	9,0753	4,6531

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.11 dapat diketahui bahwa rata-rata volume perdagangan saham syariah perusahaan-perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 2,2901 juta lembar dengan range sebesar 36,1196 juta lembar dan deviasi standar sebesar 5,1082 juta lembar. Hal ini menunjukkan bahwa volume perdagangan terhadap saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif cukup tinggi. Selain itu juga, penyebaran (dispersi) data dari rata-ratanya yang sangat besar menunjukkan bahwa volume perdagangan saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Lampiran 1 menunjukkan bahwa PT. Lionmesh Prima (LMSH) pada tahun 2009 memiliki volume perdagangan yang terkecil yaitu sebesar 1.500 lembar saham. Sedangkan, PT. Kalbe Farma (KLBF) memiliki volume perdagangan yang terbesar pada tahun 2010 yaitu sebesar 36,1211 juta lembar saham. Tingginya selisih antara volume perdagangan terendah dan tertinggi ini mengakibatkan range volume perdagangan atas saham syariah cukup tinggi.

Selanjutnya, Tabel 5.11 juga menunjukkan bahwa rata-rata volume perdagangan per hari saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur adalah sebesar 4,6531 juta lembar dengan range sebesar 46,2918 juta lembar dan deviasi standar sebesar 9,0753 juta lembar. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata volume perdagangan per hari atas saham non syariah perusahaan manufaktur sangat tinggi, dengan penyebaran (dispersi) data yang relatif sangat tinggi pula. Rata-rata volume perdagangan per hari yang terendah atas saham non syariah perusahaan manufaktur terjadi pada saham PT. Schering-Plough



Indonesia (SCPI) yaitu sebesar 2.000 lembar tahun 2010. Sedangkan, PT.

Delta Dunia Makmur (DDM) pada tahun 2010 memiliki rata-rata volume perdagangan per hari yang tertinggi yaitu sebesar 46,2938 juta lembar saham.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa rata-rata volume perdagangan per hari saham non syariah lebih tinggi dibandingkan dengan saham syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010. Selain itu, penyebaran (dispersi) data dari rata-rata volume perdagangan per hari saham syariah pada perusahaan manufaktur lebih kecil dibandingkan saham non syariah. Hal ini menunjukkan bahwa saham non syariah lebih aktif diperdagangkan di BEI dibandingkan dengan saham syariah.

5.3.8. Variabel Harga saham

Harga saham merupakan indikator yang baik untuk mengukur prestasi perusahaan, yaitu mengukur keberhasilan manajemen dalam memaksimalkan nilai perusahaan atas nama pemegang saham. Pada prinsipnya, semakin baik perusahaan semakin meningkatkan permintaan saham yang bersangkutan, sehingga harga saham akan mengalami peningkatan. Pada penelitian ini, yang dimaksud dengan harga saham adalah rata-rata harga penutupan pasar saham per hari dalam satu tahun.

Tabel 5.12

Gambaran Data Rata-Rata Harga Penutupan Per Hari Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur Periode 2009-2010

Klasifikasi	Minimum (dalam Rp)	Maksimum (dalam Rp)	Deviasi Standar (dalam Rp)	Rata-Rata (dalam Rp)
Saham Syariah	56,92	79.590,95	11.607,00	4.101,99
Saham Non Syariah	61,28	191.141,77	29.598,62	9.380,74

Sumber: Lampiran 1 dan 2



Tabel 5.12 merupakan gambaran variabel rata-rata harga penutupan (*closing price*) perhari saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini. Berdasarkan Tabel 5.12 dapat diketahui bahwa rata-rata harga penutupan (*closing price*) perhari saham syariah pada perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar Rp. 4.101,99 dengan *range* sebesar Rp. 79.534,03 dan deviasi standar sebesar Rp11.607,00. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif cukup tinggi. Selain itu juga, penyebaran (*dispersi*) data yang cukup besar menunjukkan bahwa rata-rata harga penutupan per hari saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Lampiran 1 menunjukkan bahwa rata-rata harga penutupan per hari saham syariah perusahaan manufaktur terendah selama periode penelitian ini terjadi pada PT. Ever Shine Textile Industry (ESTI) pada tahun 2009, yaitu sebesar Rp. 56,92. Sedangkan, PT. Merck (MERK) memiliki rata-rata per hari harga penutupan yang terbesar pada tahun 2010 yaitu sebesar Rp. 79.590,95. Tingginya selisih antara volume perdagangan terendah dan tertinggi ini mengakibatkan variasi rata-rata harga penutupan per hari atas saham syariah perusahaan manufaktur pada periode penelitian ini menjadi sangat tinggi.

Rata-rata harga penutupan per hari saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur adalah sebesar Rp. 9.380,74 dengan *range* sebesar Rp. 191.080,49 dan deviasi standar sebesar Rp. 29.598,62. Besarnya *range* dan deviasi standar ini menunjukkan bahwa variasi rata-rata harga penutupan per hari atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif tinggi. Rata-rata harga penutupan per hari yang terendah atas saham non syariah perusahaan manufaktur terjadi pada saham PT. Tirta Mahakam Resources (TIRT) yaitu sebesar Rp. 61,28 tahun 2009. Sedangkan, PT. Multi Bintang Indonesia (MLBI)

pada tahun 2010 memiliki rata-rata harga penutupan saham per hari yang tertinggi yaitu sebesar Rp. 191.141,77.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa rata-rata harga penutupan per hari saham-saham syariah perusahaan manufaktur jauh lebih rendah dibandingkan dengan saham non syariah. Selain itu juga, penyebaran (dispersi) data rata-rata harga penutupan per hari saham syariah perusahaan manufaktur jauh lebih kecil dibandingkan saham non syariah. Dengan kata lain, rata-rata harga penutupan per hari saham non syariah jauh lebih bervariasi dibandingkan dengan saham syariah pada perusahaan manufaktur periode 2009-2010

5.3.9. Variabel Volatilitas *return*

Volatilitas *return* adalah variabilitas dari pendapatan saham sepanjang waktu. besarnya volatilitas *return* akan menunjukkan besarnya risiko yang terkandung di dalam investasi tersebut. Risiko ini disebabkan oleh faktor-faktor di luar perusahaan, seperti inflasi dan tingkat suku bunga. Oleh sebab itu, volatilitas *return* dapat diukur dengan standar deviasi dari pendapatan saham perusahaan.

Tabel 5.13 merupakan gambaran variabel volatilitas *return* per hari saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini.

Tabel 5.13
Gambaran Data Volatilitas *Return* Harian Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,0063	0,0905	0,0156	0,0373
Saham Non Syariah	0,0032	0,0771	0,0168	0,0418

Sumber : Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.13 dapat diketahui bahwa rata-rata volatilitas *return* per hari saham syariah pada perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar



0,0373 dengan *range* sebesar 0,0842 dan deviasi standar sebesar 0,0156. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata volatilitas *return* per hari saham syariah pada perusahaan manufaktur relatif cukup tinggi. Selain itu juga, penyebaran (dispersi) data dari rata-ratanya yang cukup besar menunjukkan bahwa volatilitas *return* per hari saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Lampiran 1 menunjukkan bahwa volatilitas *return* per hari saham syariah perusahaan manufaktur terendah selama periode penelitian ini terjadi pada saham PT. Indo Kordsa (BRAM) tahun 2009, yaitu sebesar 0,0063. Sedangkan, PT. Aneka Kemasindo Tbk (AKKU) memiliki volatilitas *return* per hari yang terbesar pada tahun 2009 yaitu sebesar 0,0905. Tingginya selisih antara volatilitas *return* terendah dan tertinggi ini mengakibatkan variasi volatilitas *return* per hari saham syariah perusahaan manufaktur pada periode penelitian ini cukup tinggi.

Selanjutnya, volatilitas *return* per hari saham non syariah perusahaan manufaktur adalah sebesar 0,0418, dengan *range* sebesar 0,3780 dan deviasi standar sebesar 0,0739. Besarnya *range* dan deviasi standar ini menunjukkan bahwa variasi rata-rata volatilitas *return* per hari atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif tinggi. Volatilitas *return* per hari yang terendah atas saham non syariah perusahaan manufaktur terjadi pada PT. Sunson Textile Manufacture (SSTM) yaitu sebesar 0,0032 tahun 2009. Sedangkan, PT. Siwani Makmur (SIMA) pada tahun 2009 memiliki volatilitas *return* per hari yang tertinggi yaitu sebesar 0,0771.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa rata-rata volatilitas *return* per hari saham-saham syariah dan non syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010 berbeda. Volatilitas *return* per hari saham-saham non syariah perusahaan manufaktur lebih tinggi dibandingkan dengan saham syariah, akan

tetapi perbedaan tersebut tidak terlalu tinggi. Selain itu, deviasi standar volatilitas *return* per hari saham non syariah perusahaan manufaktur lebih besar dibandingkan saham syariah. Hal ini berarti menunjukkan bahwa risiko saham non syariah lebih besar dibandingkan saham syariah pada perusahaan manufaktur periode 2009-2010.

5.3.10. Variabel *Market to Book Value*

Market to book ratio (MBV) adalah rasio yang membandingkan antara nilai saham menurut harga pasar dengan harga saham berdasar harga buku (*book value*). MBV digunakan untuk melihat berapa besar tingkat *undervalued* maupun *overvalued* harga saham yang dihitung berdasarkan nilai buku setelah dibandingkan dengan harga pasar. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

Tabel 5.14 merupakan gambaran variabel *market to book value* saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini.

Tabel 5.14
Gambaran Data *Market to Book Value* Saham Syariah dan Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur 2009-2010

Klasifikasi	Minimum	Maksimum	Deviasi Standar	Rata-Rata
Saham Syariah	0,13	31,12	4,54	2,42
Saham Non Syariah	0,23	80,40	4,68	4,52

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.14 dapat diketahui bahwa rata-rata rasio *market to book value* saham syariah pada perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar 2,42 dengan *range* sebesar 30,99 dan deviasi standar sebesar 4,54.

Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata saham syariah pada perusahaan manufaktur dihargai oleh pasar sebesar dua kali dari nilai bukunya. Akan tetapi,



penyebaran (dispersi) data dari rata-ratanya yang cukup besar menunjukkan bahwa rasio *market to book value* saham syariah perusahaan manufaktur sangat bervariasi pada periode penelitian ini.

Lampiran 1 menunjukkan cukup banyak perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah memiliki rasio *market to book value* kurang dari 1 (satu) dan disisi lain banyak perusahaan yang memiliki *market to book value* yang melebihi rata-ratanya. *Market to book value* saham syariah perusahaan manufaktur terendah selama periode penelitian ini terjadi pada saham PT. Indorama Syntetics (INDR) tahun 2009, yaitu sebesar 0,13. Sedangkan, PT. Unilever Indonesia (UNVR) memiliki *market to book value* yang terbesar pada tahun 2010 yaitu sebesar 31,12. Tingginya selisih antara *market to book value* terendah dan tertinggi ini mengakibatkan variasi *market to book value* saham syariah perusahaan manufaktur pada periode penelitian ini sangat tinggi.

Berdasarkan Tabel 5.14 juga dapat diketahui bahwa rata-rata rasio *market to book value* saham non syariah perusahaan-perusahaan manufaktur adalah sebesar 4,52, dengan *range* sebesar 80,1676 dan deviasi standar sebesar 4,54. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata saham non syariah perusahaan manufaktur pada periode penelitian ini dihargai 4 (empat) kali dari nilai buku per lembar sahamnya. Namun, besarnya *range* dan deviasi standar menunjukkan bahwa variasi rasio *market to book value* atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif tinggi. Rasio *market to book value* yang terendah atas saham non syariah perusahaan manufaktur terjadi pada PT. Nipress (NIPS) yaitu sebesar 0,23 tahun 2009. Sedangkan, PT. Delta Dunia Makmur (DOLD) pada tahun 2010 memiliki rasio *market to book value* yang tertinggi yaitu sebesar 80,40.



Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa rata-rata rasio *market to book value* saham-saham syariah dan non syariah perusahaan manufaktur periode 2009-2010 berbeda. Rata-rata *market to book value* saham non syariah perusahaan manufaktur lebih tinggi dibandingkan dengan saham syariah. Namun, dispersi data rasio *market to book value* saham non syariah *relative* tidak jauh berbeda dibandingkan saham syariah pada perusahaan manufaktur.

5.3.11. Variabel Kebijakan dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan berkaitan dengan keputusan pembagian laba kepada pemegang saham, atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang maksimal adalah kebijakan dividen yang menyeimbangkan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan dimasa mendatang, sehingga menghasilkan nilai perusahaan yang maksimum.

Pengukuran variabel ini dalam penelitian ini menggunakan variabel *dummy* (*dummy variabel*). Jika perusahaan membagikan dividen pada tahun bersangkutan maka nilainya adalah 1 dan jika tidak membagikan dividen nilainya 0. Tabel 5.15 merupakan gambaran variabel kebijakan dividen saham syariah dan non syariah pada perusahaan manufaktur tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini.

Tabel 5.15
Gambaran Data Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Klasifikasi Saham Syariah dan Saham Non Syariah 2009-2010

Klasifikasi	Proporsi yang membagikan dividen	Proporsi yang tidak membagikan dividen
Saham Syariah	61,80%	38,20%
Saham Non Syariah	33,33%	66,37%

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.15 dapat diketahui bahwa dari 89 observasi kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan



saham syariah terdapat 61,8% dari observasi tersebut perusahaan melakukan kebijakan untuk membayar dividen kepada pemegang sahamnya periode 2009-2010, sedangkan 38,2% melakukan kebijakan tidak membayar dividen kepada pemegang sahamnya.

Ada berbagai kemungkinan mengapa perusahaan tidak membayarkan dividen kepada pemegang sahamnya, diantaranya adalah; perusahaan tidak memiliki kas yang memadai, ekspansi pertumbuhan perusahaan masa depan dll. Berdasarkan pengamatan dari Lampiran 1 dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan yang tidak membagikan dividen adalah perusahaan yang memiliki *market to book value* yang kecil, hal ini berarti perusahaan-perusahaan yang tidak membagikan dividen dinilai dibawah nilai bukunya oleh pasar. Dengan kata lain, ada kemungkinan perusahaan yang tidak membagikan dividen pada perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah ini memiliki kinerja operasi yang tidak terlalu baik, sehingga tidak memiliki kas yang cukup untuk membayar dividen.

Selain itu, berdasarkan Tabel 5.15 juga diketahui bahwa dari 63 observasi kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan non saham syariah terdapat 33,33% dari observasi tersebut adalah perusahaan melakukan kebijakan membayar dividen kepada pemegang sahamnya periode 2009-2010, sedangkan 66,37% melakukan kebijakan tidak membayar dividen kepada pemegang sahamnya. Dengan kata lain, dari keseluruhan observasi kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah, perusahaan yang tidak membagikan dividen lebih banyak dibandingkan perusahaan yang membagikan dividen.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa proporsi perusahaan manufaktur yang sahamnya termasuk saham syariah dan membayarkan dividen



lebih besar dibandingkan dengan proporsi perusahaan manufaktur yang sahamnya termasuk saham non syariah pada periode 2009-2010. Kondisi ini secara tidak langsung dapat menunjukkan kondisi keuangan perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah lebih baik dibandingkan dengan perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah. Hal ini disebabkan karena salah satu kriteria perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah adalah memiliki rasio hutang terhadap total aset yang dimilikinya tidak melebihi 45%, sehingga rata-rata perusahaan ini memiliki beban hutang dan bunga yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang sahamnya termasuk saham non syariah. Rendahnya beban hutang dan bunga menyebabkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen kepada pemegang sahamnya besar.

5.3.12 Variabel Ukuran perusahaan

Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuannya dalam menanggung risiko yang mungkin timbul dalam menjalankan operasi perusahaan. Selain itu, ukuran perusahaan juga menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari nilai kapitalisasi pasar, tingkat penjualan, jumlah tenaga kerja dan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan menggunakan proksi nilai kapitalisasi pasar sebagaimana yang telah dilakukan oleh Helfin dan Shaw (2000) dan Rubin (2007).

Tabel 5.16 merupakan gambaran variabel ukuran perusahaan (size) manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan non syariah tahun 2009-2010 yang digunakan obyek dalam penelitian ini.



Tabel 5.16
Gambaran Data Ukuran perusahaan Manufaktur Klasifikasi Saham Syariah dan Saham Non Syariah 2009-2010

Klasifikasi	Minimum (milyar Rp)	Maksimum (milyar Rp)	Deviasi Standar (milyar Rp)	Rata-Rata (milyar Rp)	Rata-Rata (dalam Ln)
Saham Syariah	13,25	220.837,78	33.440,22	11.561,73	27.216
Saham Non Syariah	10,27	76.963,52	12.557,77	4.653,10	27.016

Sumber: Lampiran 1 dan 2

Berdasarkan Tabel 5.16 dapat diketahui bahwa rata-rata ukuran perusahaan (Size) saham syariah pada perusahaan manufaktur 2009-2010 adalah sebesar Rp 11.562,73 milyar dengan range sebesar Rp. 220.825,53 milyar dan deviasi standar sebesar Rp. 33.440,22 milyar. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham syariah relatif tinggi. Penyebaran (dispersi) ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham syariah juga relatif tinggi. Selain itu, Lampiran 1 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan saham syariah perusahaan manufaktur terendah selama periode penelitian ini terjadi pada saham PT. Kedaung Indah Can (KIC) tahun 2009, yaitu sebesar Rp 13,248 milyar. Sedangkan, PT. Astra International (ASSI) memiliki ukuran perusahaan yang terbesar pada tahun 2010 yaitu sebesar Rp. 220.838 milyar.

Selanjutnya, Tabel 5.16 menunjukkan deskripsi rata-rata ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham non syariah periode 2009-2010. Rata-rata ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham non syariah adalah sebesar Rp. 4.653,10 milyar dengan range sebesar Rp 76.953,25 milyar dan deviasi standar sebesar Rp. 12.557,77 milyar. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham non syariah pada periode penelitian ini relatif sedang. Besarnya range dan deviasi standar menunjukkan bahwa variasi ukuran perusahaan atas saham non syariah perusahaan manufaktur relatif tinggi. Ukuran perusahaan manufaktur yang terendah yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah adalah PT. Siwani Makmur



(SIMA) yaitu sebesar Rp. 10,27 milyar tahun 2010. Sedangkan, PT. Gudang Garam (GGRM) pada tahun 2010 memiliki ukuran perusahaan yang tertinggi yaitu sebesar Rp. 76.963,52 milyar.

Secara deskriptif dapat dikemukakan bahwa ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham syariah lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan non syariah periode 2009-2010.

Selain itu, dispersi ukuran perusahaan manufaktur klasifikasi saham syariah juga relatif jauh berbeda dibandingkan dengan saham non syariah pada periode penelitian ini. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah lebih bervariasi dibandingkan perusahaan yang diklasifikasikan saham non syariah.

5.4. Analisis Hasil Penelitian.

5.4.1. Analisis Hasil Uji Beda *spread* dan *depth* pada Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Untuk mengetahui perbedaan likuiditas (*relative spread* dan *depth*) saham syariah dan non syariah maka digunakan uji independent sample t test. Tabel 5.17 menunjukkan hasil independent sample t test yang meliputi uji perbedaan *relative spread* dan *depth* antara saham syariah dengan saham non syariah pada perusahaan manufaktur periode 2009-2010.

Tabel 5.17
Hasil Uji Beda Variabel *Relative Spread* dan *Depth* pada Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Jenis Saham	Rata-Rata <i>Spread</i>	Rata-Rata <i>Depth</i> (Ln)
Syariah	0,0711	18,1474
Non Syariah	0,0664	18,3936
T test (Sig)	0,691	0,449
Keterangan	Tidak signifikan	Tidak signifikan

Sumber : Lampiran 4



Berdasarkan hasil uji beda *relative spread* saham syariah dan saham non syariah yang dapat dilihat pada Tabel 5.17 maka diperoleh nilai *p.value* sebesar 0,3455 ($\text{sig}/2$) $> 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 1a (H1a) yang menyatakan bahwa *relative spread* saham syariah akan lebih rendah dibandingkan *relative spread* saham non syariah pada industri manufaktur.

Selanjutnya, berdasarkan hasil uji beda *depth* saham syariah dan non syariah maka diperoleh nilai *p.value* sebesar 0,2245 ($\text{sig}/2$) $> 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 1b (H1b) yang menyatakan bahwa *depth* saham syariah akan lebih tinggi dibandingkan *depth* saham non syariah pada industri manufaktur.

Hasil pengujian *Independent Sample T Test*, baik pada *spread* dan *depth* saham syariah maupun non syariah perusahaan manufaktur menyimpulkan bahwa hipotesis 1 (H1) yang menyatakan likuiditas saham syariah lebih baik dibandingkan saham non syariah ditolak, sehingga dapat dikatakan likuiditas saham syariah tidak lebih baik dibandingkan saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

5.4.2. Analisis Hasil Model Regresi I Pada Saham Syariah

Hasil analisis regresi linear berganda dengan variabel tergantung *relative spread* saham syariah dan variabel bebas yang terdiri dari *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas return, *Market to book value*, kebijakan dividen dan *size* pada industri manufaktur yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS 20 tersaji pada Tabel 5.18.

Tabel 5.18
Hasil Regresi Model I pada Saham Syariah

	Koefisien(B)			Sig.	Kesimpulan
	Unstandardized	standardized	T		
(Constant)	.411		4.275	.000	Signifikan
INST	.038	.109	.965	.337	Tidak Signifikan
INSD	-.008	-.014	-.150	.881	Tidak Signifikan
BLOCK	-.021	-.079	-.882	.380	Tidak Signifikan
FINTS	.007	.030	.385	.701	Tidak Signifikan
VOLM	-.020	-.698	-8.269	.000	Signifikan
PRICE	-5.872E-07	-.088	-1.091	.279	Tidak Signifikan
VOLT	.103	.021	.265	.792	Tidak Signifikan
MARKTB	.000	-.016	-.175	.862	Tidak Signifikan
DEV	-.034	-.212	-2.588	.012	Signifikan
SIZE	-.003	-.098	-.836	.406	Tidak Signifikan
R ²	.640				
Sig. (F)	.000(a)				
t. tabel	1.6646				

Sumber : Lampiran 5

Berdasarkan Tabel 5.18 maka dapat diperoleh model regresi linier berganda (model I) sebagai berikut:

$$SPREAD_{it} = 0,411 + 0,038 INST_{it} - 0,008 INSD_{it} - 0,021 BLOCK_{it} + 0,007$$

$$FINTS_{it} - 0,020 VOLM - 5,872E-07 PRICE_{it} + 0,103 VOLT_{it} + 0,000$$

$$MARKTB_{it} - 0,034DEV_{it} - 0,003 SIZE_{it}$$

Berdasarkan hasil uji signifikansi parameter individual (uji statistik t) pada Tabel 5.18, maka beberapa kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. *Institutional ownership* (INST)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (0,965) < t tabel (1,6646) dan p value (sig/2 = 0,1685) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 2a (H2a) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.



2. *Insider ownership* (INSD)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung $(-0,150) < t$ tabel $(1,6646)$ dan *p.value* $(\text{sig}/2 = 0,4405) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 3a (H3a) yang menyatakan bahwa *insider ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.

3. *Blockholder ownership* (BLOCK)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung $(-0,882) < t$ tabel $(1,6646)$ dan *p.value* $(\text{sig}/2 = 0,190) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 4a (H4a) yang menyatakan bahwa *blockholder ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.

4. *Foreign institutional ownership* (FINST)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung $(0,385) < t$ tabel $(1,6646)$ dan *p.value* $(\text{sig}/2 = 0,3505) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 5a (H5a) yang menyatakan bahwa *foreign institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.

5. Volume perdagangan (VOLM).

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung $(-8,269) < t$ tabel $(-1,6646)$ dan *p.value* $(\text{sig}/2 = 0,000) < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 6a (H6a) yang menyatakan bahwa volume perdagangan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

6. Harga saham (PRICE)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung $(-1,091) > t$ tabel $(-1,6646)$ dan *p.value* $(\text{sig}/2 = 0,1395) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat



bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 7a (H7a) yang menyatakan harga saham yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

7. Volatilitas *return* (VOLT)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (0,265) < t tabel (1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,396$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 8a (H8a) yang menyatakan volatilitas *return* yang semakin tinggi akan meningkatkan *relative spread* saham syariah.

8. *Market to book value* (MARKTB)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (-1,175) > t tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,431$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 9a (H9a) yang menyatakan *market to book value* yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

9. Kebijakan dividen (DEV)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (-2,588) < t tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,006$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 10a (H10a) yang menyatakan dividen perusahaan akan menurunkan *relative spread* saham syariah.

10. Ukuran perusahaan (SIZE)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (-0,836) > t tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,203$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 11a (H11a) yang menyatakan ukuran perusahaan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham syariah.



Nilai F yang diperoleh pada model I regresi linier berganda ini adalah sebesar 13,873 (lampiran 6) dan angka signifikansinya sebesar 0,000 (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *Market to book value*, kebijakan dividen dan *size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *spread* saham syariah pada perusahaan manufaktur dan model ini merupakan model yang cukup baik untuk memprediksi *spread* saham syariah.

5.4.2.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model I Pada Saham

Syariah.

Pengujian asumsi klasik model I regresi linier berganda pada saham syariah ini meliputi uji multikolinieritas, uji kolinieritas dan uji heteroskedastisitas yang akan dibahas berikut ini.

1. Uji Multikolinieritas

Model regresi yang baik mengharuskan tidak terjadinya korelasi antar variabel bebas atau multikolinearitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *tolerance*. Jika nilai VIF lebih dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 0,1, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat persoalan multikolinearitas dalam model regresi tersebut.

Berdasarkan Lampiran 5 dapat dilihat bahwa tidak ada nilai VIF yang lebih dari 10 dan tidak ada nilai *tolerance* yang kurang 0,1, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi I ini terbebas dari masalah multikolinearitas.

2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi jika terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Salah satu asumsi



dalam regresi linear berganda adalah tidak boleh terjadi korelasi. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai D-W (Durbin-Watson) dengan ketentuan sebagai berikut :

1. Jika angka D-W di bawah -2, berarti ada autokorelasi positif.
2. Jika angka D-W di antara -2 sampai 2, maka tidak terjadi autokorelasi.
3. Jika angka D-W di atas 2, maka terjadi autokorelasi negatif.

Berdasarkan hasil output regresi linier berganda pada Lampiran 5 diperoleh nilai D-W hitung sebesar 1.511. Nilai D-W hitung tersebut berada di antara -2 sampai 2, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model I regresi linier berganda ini.

3. Uji Heteroskedastisitas

Asumsi terakhir dalam regresi linear berganda model I adalah tidak terjadi heteroskedastisitas atau varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain harus sama. Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu $\hat{Z}$ pred dengan residualnya, S_{Resid} . Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu $\hat{Z}$ pred dengan residualnya, S_{Resid} pada model regresi I di Lampiran 5, dapat dilihat bahwa tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

5.4.3. Analisis Hasil Model Regresi I Pada Saham Non Syariah

Analisis regresi linear berganda dengan variabel tergantung *spread* saham non syariah dan variabel bebas yang terdiri dari *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *Market to book value*, kebijakan dividen dan *size* pada saham non syariah pada industri manufaktur yang dilakukan dengan menggunakan program statistik SPSS 20 memberikan hasil yang tersaji dalam Tabel 5.19.

Tabel 5.19
Hasil Regresi Model I pada Saham Non Syariah

Model	Coefficients (B)		T	Sig.	Kesimpulan.
	Unstandardized	standardized			
(Constant)	.504		5.352	.000	Signifikan
INST	-.050	-.136	-1.229	.225	Tidak Signifikan
INSD	-.241	.119	-1.304	.198	Tidak Signifikan
BLOCK	.007	.025	.228	.821	Tidak Signifikan
FINST	.026	.129	1.443	.155	Tidak Signifikan
VOLM	-.018	-.882	-7.604	.000	Signifikan
PRICE	-6.319E-07	-.289	-3.260	.002	Signifikan
VOLT	.085	.022	.237	.814	Tidak Signifikan
MARKTB	.000	.045	.527	.600	Tidak Signifikan
DEV	-.001	-.007	-.068	.946	Tidak Signifikan
SIZE	-.007	-.217	-1.935	.058	Signifikan
R Square	.736				
Sig (F)	.000(a)				
t.tabel	1.6747				

Sumber : Lampiran 7.

Berdasarkan Tabel 5.19 maka dapat diperoleh model regresi linier berganda model I pada saham non syariah adalah sebagai berikut:

$$SPREAD_{i,t} = 0,504 - 0,050 INST_{i,t} - 0,241 INSD_{i,t} + 0,007 BLOCK_{i,t} + 0,026$$

$$FINST_{i,t} - 0,18 VOLM - 6,319E-007 PRICE_{i,t} + 0,085 VOLT_{i,t} + 0,000 MARKTB_{i,t} - 0,001 DEV_{i,t} - 0,007 SIZE_{i,t}$$



Berdasarkan hasil uji signifikansi parameter individual (uji statistik t) pada Tabel 5.19, maka beberapa kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. *Institutional ownership* (INST)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(-1,229) < t$ tabel $(1,6747)$ dan $p.value$ ($sig/2 = 0,1125$) $> 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 2b ($H2b$) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

2. *Insider ownership* (INSO)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(-1,304) < t$ tabel $(1,6747)$ dan $p.value$ ($sig/2 = 0,099$) $> 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 3b ($H3b$) yang menyatakan bahwa *insider ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

3. *Blockholder ownership* (BLOCK)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(0,228) < t$ tabel $(1,6747)$ dan $p.value$ ($sig/2 = 0,4105$) $> 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 4b ($H4b$) yang menyatakan bahwa *blockholder ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

4. *Foreign institutional ownership* (FINST)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(1,443) < t$ tabel $(1,6747)$ dan $p.value$ ($sig/2 = 0,0775$) $> 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 5b ($H5b$) yang menyatakan bahwa *foreign institutional ownership* akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.



5. Volume perdagangan (VOLM).

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(-7,604) < t$ tabel $(-1,6747)$ dan $p.value$ $(sig/2 = 0,000) < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 6b (H6b) yang menyatakan bahwa volume perdagangan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* likuiditas saham non syariah.

6. Harga saham (PRICE)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(-3,260) < t$ tabel $(-1,6747)$ dan $p.value$ $(sig/2 = 0,001) < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 7b (H7b) yang menyatakan harga saham yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

7. Volatilitas return (VOLT)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(0,273) < t$ tabel $(1,6747)$ dan $p.value$ $(sig/2 = 0,407) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 8b (H8b) yang menyatakan volatilitas return yang semakin tinggi akan meningkatkan *relative spread* saham non syariah.

8. Market to book value (MARKTB)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(0,527) > t$ tabel $(-1,645)$ dan $p.value$ $(sig/2 = 0,300) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 9b (H9b) yang menyatakan market to book value yang semakin tinggi akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

9. Kebijakan dividen (DEV)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(-0,068) > t$ tabel $(-1,6747)$ dan $p.value$ $(sig/2 = 0,473) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat



bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 10b (H10b) yang menyatakan dividen perusahaan akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

10. Ukuran perusahaan (SIZE)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung $(-1,935) < t$ tabel $(-1,6747)$ dan $p.value$ ($sig/2 = 0,029$) $< 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 9b (H9b) yang menyatakan ukuran perusahaan yang semakin besar akan menurunkan *relative spread* saham non syariah.

Nilai F yang diperoleh pada model I regresi linier berganda pada saham non syariah ini adalah sebesar 14,508 (lampiran 7) dan angka signifikansinya sebesar 0,000 ($< 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *Market to book value*, kebijakan dividen dan *size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *spread* saham non syariah pada perusahaan manufaktur dan model ini bisa merupakan model yang cukup baik untuk memprediksi *spread* saham non syariah.

5.4.3.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model I Pada Saham Non Syariah

Pengujian asumsi klasik model I regresi linier berganda pada saham non syariah ini meliputi uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas yang akan dibahas berikut ini.

1. Uji Multikolinieritas

Model regresi yang baik mengharuskan tidak terjadinya korelasi antar variabel bebas atau multikolinearitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya



multikolinearitas dalam model regresi dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *tolerance*. Jika nilai VIF lebih dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 0,1, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat persoalan multikolinearitas dalam model regresi tersebut.

Berdasarkan Lampiran 7 dapat dilihat bahwa tidak ada nilai VIF yang lebih dari 10 dan tidak ada nilai *tolerance* yang kurang 0,1, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi I pada saham non syariah ini terbebas dari masalah multikolinearitas.

2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi jika terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Salah satu asumsi dalam regresi linear berganda adalah tidak boleh terjadi korelasi. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai D-W (Durbin-Watson) dengan ketentuan sebagai berikut :

- Jika angka D-W di bawah -2, berarti ada autokorelasi positif.
- Jika angka D-W di antara -2 sampai 2, maka tidak terjadi autokorelasi.
- Jika angka D-W di atas 2, maka terjadi autokorelasi negatif.

Berdasarkan hasil output, diperoleh nilai D-W hitung sebesar 1.502 (Lampiran 7). Nilai D-W hitung (1.502) berada di antara -2 sampai 2, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi I pada saham non syariah ini.

3. Uji Heteroskedastisitas

Asumsi terakhir dalam regresi linear berganda model III adalah tidak terjadi heteroskedastisitas atau varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain harus sama. Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu Z_{pred}



dengan residualnya, S_{Resid} . Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu Z pred dengan residualnya, S_{Resid} pada model regresi I pada saham non syariah ini di Lampiran 7, dapat dilihat bahwa tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

5.4.4. Analisis Hasil Model Regresi II pada Saham Syariah

Analisis regresi linear berganda model II dengan variabel tergantung *depth* saham syariah dan variabel bebas yang terdiri dari *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *Market to book value*, kebijakan dividen dan *size* pada saham syariah pada industri manufaktur yang dilakukan dengan menggunakan program statistik SPSS 20, memberikan hasil yang tersaji dalam Tabel 5.20.

Berdasarkan Tabel 5.20 maka dapat diperoleh model regresi linier berganda (model II) pada saham syariah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} DEPTH_{i,t} = & 2,129 - 2,351 INST_{i,t} - 1,434 INSD_{i,t} + 0,399 BLOCK_{i,t} + 1,068 FINST_{i,t} \\ & + 0,405 VOLM + 1,073E-005 PRICE_{i,t} - 9,026 VOLT_{i,t} - 0,020 \\ & MARKTB_{i,t} + 0,407DEV_{i,t} + 0,447 SIZE_{i,t} \end{aligned}$$



Tabel 5.20
Hasil Regresi Model II pada Saham Syariah

Model	Koefisien (B)		t	Sig.	Kesimpulan
	Unstandardized	Standardized			
(Constant)	2.129		1.342	.184	Tidak Signifikan
INST	-2.351	-.253	-3.584	.001	Signifikan
INSD	-1.434	-.092	-1.636	.106	Tidak Signifikan
BLOCK	.399	.057	1.010	.316	Tidak Signifikan
FINTS	1.068	.163	3.414	.001	Signifikan
VOLM	.405	.532	10.061	.000	Signifikan
PRICE	1.073E-05	.061	1.207	.231	Tidak Signifikan
VOLT	-9.026	-.069	-1.402	.165	Tidak Signifikan
MARKTB	-.020	-.043	-.773	.442	Tidak Signifikan
DEV	.407	.097	1.891	.062	Signifikan
SIZE	.447	.518	7.054	.000	Signifikan
R Square	.859				
Sig(F)	.000(a)				
t. tabel	1.6646				

Sumber : Lampiran 6

Berdasarkan hasil uji signifikansi parameter individual (uji statistik t) pada Tabel 5.20, maka beberapa kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. *Institutional ownership* (INST)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (-3,584) < t tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,0005$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 2c (H2c) yang menyatakan bahwa *institusional ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.

2. *Insider ownership* (INSD)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (-1,636) > t tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,053$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 3c (H3c) yang menyatakan bahwa *insider ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.



3. *Blockholder ownership* (BLOCK)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (1,010) > *t* tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,158$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 4c (H4c) yang menyatakan bahwa *blockholder ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah.

4. *Foreign institutional ownership* (FINST)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (3,414) > *t* tabel (-1,6646). Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 5c (H5c) yang menyatakan bahwa *foreign institutional ownership* akan menurunkan *depth* saham syariah. Namun, jika dilihat dari *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,0005$) < 0,05 dan *t* hitung (3,414) > *t* tabel (1,6646) maka *foreign institutional ownership* akan meningkatkan *depth* saham syariah.

5. Volume perdagangan (VOLM).

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (10,061) > *t* tabel (1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,000$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 6c (H6c) yang menyatakan bahwa volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham syariah.

6. Harga saham (PRICE)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (1,207) < *t* tabel (1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,1155$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 7c (H7c) yang menyatakan harga saham yang semakin tinggi akan meningkatkan likuiditas (menaikkan *depth*) saham syariah.



7. Volatilitas *return* (VOLT)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (-1,402) > *t* tabel (-1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,0825$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 8c (H8c) yang menyatakan volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menurunkan *depth* saham syariah.

8. *Market to book value* (MARKTB)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (-0,773) < *t* tabel (1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,221$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 9c (H9c) yang menyatakan *market to book value* yang semakin tinggi akan meningkatkan *depth* saham syariah.

9. Kebijakan dividen (DEV)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (1,891) > *t* tabel (1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,031$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 10c (H10c) yang menyatakan dividen perusahaan akan meningkatkan *depth* saham syariah.

10. Ukuran perusahaan (SIZE)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa *t* hitung (7,054) > *t* tabel (1,6646) dan *p.value* ($\text{sig}/2 = 0,000$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 11c (H11c) yang menyatakan ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham syariah.

Nilai *F* yang diperoleh pada model II regresi linier berganda pada saham syariah ini adalah sebesar 47,436 dan angka signifikansinya sebesar 0,000 (<0,05). Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional*



ownership, volume perdagangan, harga saham, volatilitas return. Market to book value, kebijakan dividen dan size mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap depth saham syariah pada perusahaan manufaktur dan model ini merupakan model yang cukup baik apabila digunakan untuk memprediksi depth saham syariah.

5.4.4.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model II Pada Saham

Syariah.

Pengujian asumsi klasik model II regresi linier berganda pada saham syariah ini meliputi uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas yang akan dibahas berikut ini.

1. Uji Multikolinieritas

Model regresi yang baik mengharuskan tidak terjadinya korelasi antar variabel bebas atau multikolinearitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *tolerance*. Jika nilai VIF lebih dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 0,1, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat persoalan multikolinearitas dalam model regresi tersebut.

Berdasarkan Lampiran 6, dapat dilihat bahwa tidak ada nilai VIF yang lebih dari 10 dan tidak ada nilai *tolerance* yang kurang 0,1, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi II pada saham syariah ini terbebas dari masalah multikolinearitas.

2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi jika terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t+1$. Salah satu asumsi dalam regresi linear berganda adalah tidak boleh terjadi korelasi. Untuk mendereksi ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan



cara membandingkan nilai D-W (Durbin-Watson) dengan ketentuan sebagai berikut:

- Jika angka D-W di bawah -2, berarti ada autokorelasi positif.
- Jika angka D-W di antara -2 sampai 2, maka tidak terjadi autokorelasi.
- Jika angka D-W di atas 2, maka terjadi autokorelasi negatif.

Berdasarkan Lampiran 6, diperoleh nilai D-W hitung sebesar 1.380. Nilai D-W hitung ini berada di antara -2 sampai 2, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi II pada saham syariah ini.

3. Uji Heteroskedastisitas

Asumsi terakhir dalam regresi linear berganda model II adalah tidak terjadi heteroskedastisitas atau varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain harus sama. Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu Z_{pred} dengan residualnya, S_{Resid} . Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu Z_{pred} dengan residualnya, S_{Resid} pada model regresi II pada saham syariah di Lampiran 6, dapat dilihat bahwa tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

5.4.5. Analisis Hasil Model Regresi II pada Saham Non Syariah

Hasil analisis regresi linear berganda model II dengan variabel tergantung *depth* saham non syariah dan variabel bebas yang terdiri dari *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional*

ownership, volume perdagangan, harga saham, volatilitas return. Market to book value, kebijakan dividen dan size pada pada industri manufaktur yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS 20 ditunjukkan Tabel 5.21.

Tabel 5.21
Hasil Regresi Model II pada Saham Non Syariah

Model	Koefisien (B)		t	Sig	Kesimpulan.
	Unstandardized	Standardized			
(Constant)	4.376		1.881	.066	Tidak Signifikan
INST	-.813	-.078	-.812	.420	Tidak Signifikan
INSD	2.339	.040	.513	.610	Tidak Signifikan
BLOCK	.726	.094	1.002	.321	Tidak Signifikan
FINTS	.108	.019	.247	.806	Tidak Signifikan
VOLM	.358	.613	6.112	.000	Signifikan
PRICE	1.263E-05	.203	2.599	.012	Signifikan
VOLT	-13.668	-.125	-1.548	.128	Tidak Signifikan
MARKTB	.016	.115	1.524	.133	Tidak Signifikan
DEV	.505	.130	1.540	.130	Tidak Signifikan
SIZE	.364	.413	4.270	.000	Signifikan
R Square	.802				
Sig (F)	.000(a)				
t tabel	1.6747				

Sumber : Lampiran 8.

Berdasarkan Tabel 5.21 maka dapat diperoleh model regresi linier berganda (model II) pada saham non syariah sebagai berikut:

$$DEPTH_{it} = 2,129 - 0,813 INST_{it} + 2,339 INSD_{it} + 0,726 BLOCK_{it} + 0,108 FINST_{it} + 0,358 VOLM + 1,263E-005 PRICE_{it} - 13,668 VOLT_{it} + 0,016 MARKTB_{it} + 0,505 DEV_{it} + 0,364 SIZE_{it}$$

Berdasarkan hasil uji signifikansi parameter individual (uji statistik t) pada Tabel 5.21, maka beberapa kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. Institutional ownership (INST)

Hasil uji t menunjukkan bahwa $t_{hitung} (-0,812) > t_{tabel} (-1,6747)$ dan $p.value (sig/2 = 0,210) > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 2d (H2d) yang menyatakan



bahwa *institusional ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

2. *Insider ownership* (INSD)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (0,513) > t tabel (-1,6747) dan p.value (sig/2 = 0,305) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 3d (H3d) yang menyatakan bahwa *insider ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

3. *Blockholder ownership* (BLOCK).

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (1,002) > t tabel (-1,6747) dan p.value (sig/2 = 0,1605) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 4d (H4d) yang menyatakan bahwa *blockholder ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

4. *Foreign institutional ownership* (FINST)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (0,247) > t tabel (-1,6747) dan p.value (sig/2 = 0,403) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 5d (H5d) yang menyatakan bahwa *foreign institutional ownership* akan menurunkan *depth* saham non syariah.

5. Volume perdagangan (VOLM).

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (6,112) > t tabel (1,6747) dan p.value (sig/2 = 0,000) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 6d (H6d) yang menyatakan bahwa volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham non syariah.



6. Harga saham (PRICE)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (2,599) > t tabel (1,6747) dan $p.value$ ($sig/2 = 0,006$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 7d (H7d) yang menyatakan harga saham yang semakin tinggi akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

7. Volatilitas *return* (VOLT)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (-1,548) > t tabel (-1,6747) dan $p.value$ ($sig/2 = 0,064$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 8d (H8d) yang menyatakan volatilitas *return* yang semakin tinggi akan menurunkan *depth* saham non syariah.

8. *Market to book value* (MARKTB)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (1,524) < t tabel (1,6747) dan $p.value$ ($sig/2 = 0,0665$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 9d (H9d) yang menyatakan *market to book value* yang semakin tinggi akan *depth* saham non syariah.

9. Kebijakan dividen (DEV)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (1,540) < t tabel (1,6747) dan $p.value$ ($sig/2 = 0,065$) > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 10d (H10d) yang menyatakan dividen perusahaan akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

10. Ukuran perusahaan (SIZE)

Hasil uji t menunjukkan bahwa t hitung (4,270) > t tabel (1,6747) dan $p.value$ ($sig/2 = 0,000$) < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat bukti yang kuat untuk mendukung hipotesis 11d (H11d) yang menyatakan



ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan *depth* saham non syariah.

Nilai *F* yang diperoleh pada model II regresi linier berganda pada saham non syariah ini adalah sebesar 21,102 (lampiran 8) dan angka signifikansinya sebesar 0,000 ($<0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, harga saham, volatilitas *return*, *Market to book value*, kebijakan dividen dan *size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur dan model ini bisa merupakan model yang cukup baik apabila digunakan untuk memprediksi *depth* saham non syariah.

5.4.5.1. Pengujian Asumsi Regresi Linier Klasik Model II Pada Saham Non Syariah

Pengujian asumsi klasik model II regresi linier berganda pada saham non syariah ini meliputi uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas yang akan dibahas berikut ini.

1. Uji Multikolinieritas

Model regresi yang baik mengharuskan tidak terjadinya korelasi antar variabel bebas atau multikolinearitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dapat dilihat dari nilai *VIF* (*Variance Inflation Factor*) dan *tolerance*. Jika nilai *VIF* lebih dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 0,1 maka dapat disimpulkan bahwa terdapat persoalan multikolinearitas dalam model regresi tersebut.

Berdasarkan Lampiran 8 dapat dilihat bahwa tidak ada nilai *VIF* yang lebih dari 10 dan tidak ada nilai *tolerance* yang kurang 0,1, sehingga dapat



disimpulkan bahwa model regresi II pada saham non syariah ini terbebas dari masalah multikolinearitas.

2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi terjadi jika terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t+1$. Salah satu asumsi dalam regresi linear berganda adalah tidak boleh terjadi korelasi. Untuk mendereksi ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai D-W (Durbin-Watson) dengan ketentuan sebagai berikut:

- Jika angka D-W di bawah -2, berarti ada autokorelasi positif
- Jika angka D-W di antara -2 sampai 2, maka tidak terjadi autokorelasi.
- Jika angka D-W di atas 2, maka terjadi autokorelasi negatif

Berdasarkan Lampiran 8, diperoleh nilai D-W sebesar 1,845. Nilai D-W hitung ini berada di antara -2 sampai 2, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi II pada saham non syariah ini.

3. Uji Heteroskedastisitas

Asumsi terakhir dalam regresi linear berganda model IV adalah tidak terjadi heteroskedastisitas atau varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain harus sama. Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan cara melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu Z pred dengan residualnya, S Resid. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat, yaitu Z pred dengan residualnya, S Resid pada model regresi IV di Lampiran 8 dapat dilihat bahwa tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di



bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi II pada saham non syariah ini.

5.4.6. Informasi dari Key Informan

Berdasarkan diskusi dengan para *key informan* yang antara lain terdiri dari; para akademisi yang memahami saham syariah, manajer investasi yang memahami saham syariah, staf Bursa Efek Indonesia, Investor dan konsultan investasi, dalam rangka mengkonfirmasi hasil penelitian secara kualitatif maka diperoleh beberapa temuan fenomena empirik yang berkaitan dengan saham syariah dan saham non syariah yaitu.

- Sebagian besar pelaku pasar modal di Indonesia adalah spekulator yang tidak membedakan saham yang diperdagangkan sesuai dengan syariah atau tidak. Mereka didasari oleh motif mencari keuntungan atau rasionalitas semata dalam berinvestasi tanpa memandang apakah tindakan mereka dalam berinvestasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah atau tidak (spiritualitas). Oleh sebab itu, likuiditas saham syariah tidak berbeda (sama) dengan likuiditas saham non syariah.

- Perkembangan Bursa Efek Indonesia yang sangat tinggi pada awal 2009 setelah kejatuhannya pada akhir tahun 2008, mengakibatkan investor berbondong-bondong kembali masuk ke pasar (*panic buying*) untuk mengambil keuntungan dengan cepat tanpa mempertimbangkan apakah saham yang mereka beli termasuk klasifikasi syariah atau non syariah.

Selain itu, masyarakat muslim yang berinvestasi di pasar modal Indonesia belum sampai pada taraf mempertimbangkan apakah investasinya sesuai dengan syariah atau tidak.



- Umumnya, Institusi yang membeli saham syariah adalah institusi yang berorientasi untuk berinvestasi dalam jangka panjang karena perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah memiliki risiko keuangan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang diklasifikasikan saham non syariah. Oleh sebab itu, kepemilikan institusi berdampak pada likuiditas (*depth*) saham syariah.

- Peran investor asing sangat besar dalam mempengaruhi perilaku investor domestik dalam pasar modal. Sebagian besar spekulator di bursa adalah mereka yang melakukan transaksi saham mengikuti (*follower*) apa yang dilakukan investor asing. Lebih dari 50% saham yang beredar di Indonesia dimiliki oleh pihak investor asing, sehingga peran investor asing sangat dominan dalam meningkatkan likuiditas (*depth*) pasar modal di Indonesia. Selain itu, sebagian besar investor asing tersebut berasal dari negara-negara non muslim yang tidak membedakan saham tersebut syariah atau non syariah.

- Investor saham syariah yang umumnya berorientasi jangka panjang lebih mengharapkan dividen dibandingkan dengan *capital gain*. Sebaliknya, investor yang berorientasi jangka pendek lebih mengharapkan *capital gain* dibandingkan dividen. Oleh sebab itu, dividen merupakan salah satu faktor deteminan likuiditas saham syariah, sedangkan harga saham salah satu faktor deteminan likuiditas saham syariah.

- Investor yang menerapkan prinsip syariah dalam berinvestasi (jangka panjang) pertama-tama bukan mempertimbangkan ukuran perusahaan, akan tetapi mempertimbangkan faktor risiko kebangkrutan atau struktur modal perusahaan terlebih dahulu karena Islam mengajarkan untuk berinvestasi dengan prinsip kehati-hatian atau tidak berspekulasi.



- Peran *broker* perusahaan efek sangat besar dalam menciptakan para spekulator di bursa efek. Hal ini berkaitan dengan *fee* yang mereka peroleh dari transaksi yang dilakukan nasabahnya. Semakin sering nasabahnya melakukan transaksi jual maupun beli di pasar maka semakin besar *fee* yang mereka terima dan para *broker* juga ditarget besarnya transaksi yang dilakukan nasabahnya oleh perusahaan efeknya. Sehingga, para *broker* selalu mendorong nasabahnya untuk bertransaksi di pasar dengan menggunakan informasi-informasi yang tidak jelas kebenarannya dan sering kali berdasarkan rumor harian yang terjadi di pasar (transaksi yang bersifat spekulatif).

- Pasar modal syariah di Indonesia hanya berdasarkan pendekatan naal tidaknya produk surat berharga (termasuk saham) yang diperjual belikan saja. Artinya, yang disebut pasar modal syariah yang ada sekarang ini hanyalah pasar yang memperdagangkan surat-surat berharga yang sesuai dengan syariah. Akan tetapi, proses transaksinya tetap dilakukan di bursa efek konvensional yang masih menerapkan praktek-praktek transaksi yang tidak sesuai dengan syariah islam seperti transaksi *short sell* dan *margin trading*. Oleh sebab itu, ada orang yang beranggapan bahwa sebenarnya pasar modal syariah tidak ada di Indonesia dan keberadaan saham syariah tidak ada pengaruhnya terhadap perilaku investor karena tetap saja para investor menggunakan saham syariah dan non syariah sebagai salah satu sarana untuk berspekulasi.

- Dari sudut pandang perusahaan, masuknya saham mereka ke dalam saham syariah bukanlah sesuatu hal yang prestisius atau membanggakan, sehingga perusahaan tidak memperdulikan apakah saham perusahaannya masuk pada klasifikasi syariah atau non syariah.



5.5. Pembahasan.

5.5.1 Likuiditas saham Syariah dan Saham Non Syariah

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan hasil analisis *relative spread* maupun *depth* pada kedua jenis saham tersebut (Tabel 5.17). Hal ini berarti pengklasifikasian saham syariah berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 yang dikeluarkan tahun 2006 tentang Penerbitan Efek Syariah tidak mampu membuat likuiditas saham syariah itu sendiri lebih baik dibandingkan dengan likuiditas saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2010. Meskipun, pada salah satu butir kriteria pengklasifikasian saham syariah tersebut adalah telah secara jelas membatasi struktur modal perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan syariah adalah 45% berasal dari hutang dan 55% berasal dari modal sendiri, namun hal ini masih belum dapat membuat likuiditas saham syariah lebih baik dibandingkan dengan saham non syariah.

Hasil penelitian ini secara tidak langsung tidak sejalan dengan suatu pandangan bahwa para investor telah menurunkan minatnya untuk memperdagangkan dan memegang saham perusahaan yang memiliki hutang tinggi, sehingga mengakibatkan *bid and ask spread* saham tersebut menjadi semakin lebar (tidak likuid) (Frieder dan Martel, 2006). Dennis dan Weston (2001) juga telah menemukan hubungan yang negatif antara *leverage* dengan likuiditas saham perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan suatu pandangan yang menyatakan bahwa hutang memaksa para manajer untuk membuat keputusan investasi yang lebih baik (Jensen, 1986). Hal ini dikarenakan apa bila manajer salah mengambil keputusan investasi maka kebangkrutan dapat mengakibatkan para manajer akan kehilangan pengendalian dan reputasi yang menguntungkan (Grossman dan Hart, 1986).



Ketidakmampuan pengklasifikasian saham syariah membuat likuiditas saham ini lebih baik dibandingkan dengan saham non syariah disebabkan beberapa hal diantaranya adalah. Besarnya jumlah para spekulan yang bertransaksi di Bursa Efek Indonesia, kurangnya pengetahuan investor tentang saham syariah, sistem perdagangan di bursa tidak mendukung penerapan syariah dalam proses transaksi saham, dan pandangan bagi perusahaan bahwa pengklasifikasian saham syariah tidak merupakan sesuatu prestisius bagi emiten (perusahaan).

Sebagian besar investor di Bursa Efek Indonesia adalah para spekulan yang melakukan jual beli saham dalam jangka pendek yang memanfaatkan isu-isu jangka pendek yang tidak jelas kebenarannya (rumor di pasar), sehingga pendekatan fundamental jarang mereka lakukan. Hal ini senada dengan pendapat Leo Herlambang seorang praktisi (manajer investasi) serta akademisi pasar modal, yang mengatakan bahwa sebagian besar pelaku pasar modal di Bursa Efek Indonesia adalah para spekulan. Para spekulan ini sering menghindari penggunaan analisa fundamental. Hal ini selain karena pendekatan fundamental memerlukan waktu yang cukup panjang dalam menganalisa harga saham, juga disebabkan karena kurangnya kemampuan para investor di Pasar Modal Indonesia dalam menguasai pendekatan fundamental dalam menganalisa saham.

Para spekulan di Indonesia umumnya menggunakan pendekatan analisa teknikal, pendekatan rumor yang tidak jelas dan sebagai *follower* investor asing dalam melakukan keputusan membeli atau menjual saham tanpa mempertimbangkan karakteristik saham syariah sebagai faktor pembeda terhadap saham-saham non syariah. Selain itu, menurut Leo Herlambang, Isma Swadjaja dan Bambang, peran broker perusahaan efek sangat besar dalam menciptakan para spekulator di pasar. Hal ini berkaitan dengan *fee* transaksi



saham yang mereka peroleh. Semakin sering para investor melakukan transaksi maka semakin besar *fee* yang diterima para broker. Oleh sebab itu para broker mendorong investor untuk sering bertransaksi di pasar, meskipun dengan memberikan informasi berdasarkan rumor yang tidak jelas kebenarannya. Kondisi ini menyebabkan Bursa Efek Indonesia memiliki fluktuasi indeks harga saham yang tinggi. Tingginya unsur spekulasi yang dilakukan para pelaku pasar inilah yang mengakibatkan pengklasifikasian saham syariah dan non syariah tidak mempengaruhi keputusan mereka dalam bertransaksi saham, sehingga likuiditas (*spread* dan *depth*) saham syariah tidak lebih baik (sama saja) dengan likuiditas (*spread* dan *depth*) perusahaan manufaktur.

Menurut pendapat A.M. Saefuddin dalam Nafik (2008), kalau saham sudah menjadi alat spekulasi di bursa, maka lembaran saham tersebut sekaligus menjadi alat judi. Kenyataannya, ketika saham ditawarkan di bursa, orang tidak lagi melihat apakah perusahaan itu untung atau rugi. Mereka memburu nasib untuk mendapat untung. Pendapat senada dikemukakan oleh Peunoh Dali (Ketua Majelis Tarjih Muhammadiyah Pusat) yang menyatakan Bursa Efek mengandung unsur positif dan negatif. Negatifnya, disana ada unsur spekulasi yang bisa disamakan dengan praktek *ijon*, dan termasuk *gharar*. Positifnya, bursa saham merupakan upaya mobilisasi dana masyarakat, guna mendukung usaha-usaha besar yang pada dasarnya juga untuk kepentingan masyarakat luas. Oleh karenanya ia menghukum *makruh* (larangan yang tidak sampai haram). Keputusan Mu'tamar NU 1989 menyatakan bahwa Bursa Efek termasuk dalam klasifikasi *gharar*, tetapi tidak secara tegas dinyatakan haram.

Kurangnya pengetahuan investor tentang saham syariah juga merupakan salah satu faktor yang menyebabkan likuiditas saham syariah tidak lebih tinggi dibandingkan saham syariah pada perusahaan manufaktur. Hal ini disebabkan oleh kurangnya sosialisasi instrumen syariah di pasar modal. Selain



itu, menurut Leo Herlambang tingginya transaksi yang dilakukan para investor domestik maupun asing yang mengharapkan keuntungan semata tanpa mempertimbangkan spiritualitas di Bursa Efek Indonesia pada saat ini, tentu saja tidak mempertimbangkan apakah saham yang mereka transaksikan sesuai dengan syariah atau tidak. Hal ini semua tidak berdampak pada lebih tingginya likuiditas saham syariah dibandingkan saham non syariah.

Pasar modal syariah yang dikembangkan di Indonesia pada saat ini hanya pada tataran pendekatan produk saja, yaitu saham syariah. Akan tetapi, sistem perdagangan di bursa tidak mendukung penerapan syariah dalam proses transaksi saham. Sampai saat ini belum ada ketentuan yang menjadi legitimasi pasar modal syariah dari BAPEPAM dan LK atau pemerintah, misalnya Peraturan dan Undang-Undang pasar modal syariah. Sistem perdagangan saham syariah di Bursa Efek Indonesia masih mengikuti system perdagangan konvensional yang memperbolehkan transaksi *margin trading* dan spekulasi yang mengarah pada perjudian yang bertentangan dengan syariah islam. Dengan kata lain, selama ini praktek pasar modal tidak bisa dipisahkan dari riba, maysir dan gharar. Hal ini senada dengan apa yang dikemukakan oleh Bambang seorang investor dan konsultan investasi saham yang mengatakan bahwa dalam proses transaksi tidak ada perbedaan antara saham syariah dengan saham non syariah, pelaku pasar masih dapat melakukan transaksi *margin trading* maupun *short selling* di pasar modal Indonesia yang sangat jelas bertentangan dengan syariah islam. Jadi, meskipun saham yang diperdagangkan adalah saham syariah tetapi proses perdagangannya melanggar syariah islam maka hukumnya adalah haram. Sehingga hal ini pada akhirnya tidak membawa kebaikan pada likuiditas saham syariah itu sendiri.

Selain itu, pengklasifikasian saham syariah tidak mencakup penilaian bagaimana operasional perusahaan dijalankan oleh pihak manajemen sehari-



harinya, bagaimana prinsip keterbukaan dan transparansi diterapkan oleh perusahaan, apakah sudah sesuai dengan syariah Islam atau tidak. Tingkat asimetri informasi pada perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah seharusnya lebih rendah dibandingkan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah. Keterbukaan dan transparansi (*full disclosure*) merupakan syarat terbentuknya pasar yang fair, sehingga Islam melarang perdagangan yang mengandung *ta'dlis* (manipulasi dan penipuan) yang dilakukan oleh pihak-pihak yang mendapatkan informasi dari perusahaan yang tidak fair, dalam bentuk apapun (Nafik, 2008).

Fenomena asimetri informasi tidak akan terjadi apabila kedua pihak menerapkan prinsip-prinsip berdagang dalam Islam. Akan tetapi, pada kenyataannya tingkat asimetri informasi perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah dan non syariah sama saja. Oleh sebab itu, pengklasifikasian saham syariah dan non syariah tidak membawa dampak kebaikan pada saham syariah, sehingga likuiditas saham syariah tidak lebih baik dibandingkan saham non syariah.

Selain itu, pengklasifikasian saham syariah tidak merupakan sesuatu yang memanggakan atau prestisius bagi emiten (perusahaan). Sehingga emiten menganggap pengumuman apakah sahamnya masuk daftar efek syariah atau tidak oleh BAPEPAM-LK adalah sesuatu hal yang biasa saja. Keluar masuknya saham perusahaan dari daftar efek syariah tidak terlalu berdampak naik turunnya harga saham tersebut. Bahkan menurut Leo Herlambang, banyak perusahaan yang sahamnya tidak diklasifikasikan saham syariah karena memiliki rasio hutang terhadap modalnya diatas kriteria saham syariah, memiliki nilai perusahaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah. Hal ini terjadi karena banyak para investor menganggap bahwa perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi, memiliki



peluang-peluang investasi yang menguntungkan sehingga memiliki proyeksi pertumbuhan perusahaan yang cukup besar pada masa mendatang. Dengan kata lain hutang akan meningkatkan nilai perusahaan pada masa mendatang. Oleh sebab itu, pengklasifikasian saham syariah tidak membawa kebaikan pada operasional perusahaan maupun likuiditas saham emiten tersebut.

Menurut Nurul Huda, salah seorang akademisi Pasar Modal Syariah Pascasarjana UI (2006), dalam mengembangkan pasar modal syariah di Indonesia, ada beberapa kendala yang dihadapi, antara lain :

1. Belum ada ketentuan yang menjadi legitimasi pasar modal syariah dari Bapepam atau pemerintah, misalnya Undang-Undang Perkembangan keberadaan pasar modal syariah saat ini merupakan gambaran bagaimana legalitas yang diberikan Bapepam dan pemerintah lebih tergantung dari permintaan pelaku pasar yang menginginkan keberadaan pasar modal syariah
2. Selama ini pasar modal syariah lebih populer sebagai sebuah wacana dimana banyak bicara tentang bagaimana pasar yang disyariatkan. Dimana selama ini praktek pasar modal tidak bisa dipisahkan dari riba, maysir dan gharar, dan bagaimana memisahkan ketiganya dari pasar modal
3. Sosialisasi instrumen syariah di pasar modal perlu dukungan dari berbagai pihak. Karena ternyata perkembangan Jakarta Islamic Index dan reksadana syariah kurang tersosialisasi dengan baik sehingga perlu dukungan dari berbagai pihak, khususnya praktisi dan akademisi. Praktisi dapat menjelaskan keberadaan pasar modal secara pragmatis sedangkan akademisi bisa menjelaskan secara ilmiah



5.5.2. Pengaruh *Institutional Ownership* Terhadap Likuiditas Saham

Syariah dan Saham Non Syariah

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap variabel *spread* baik pada saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian Rubin (2007) yang menunjukkan bahwa transaksi saham yang dilakukan *institutional holding* lebih sering dilakukan dibandingkan transaksi yang dilakukan oleh investor-investor lainnya. Oleh sebab itu menurut Rubin (2007) *institutional holding* mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham.

Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak mendukung beberapa hasil penelitian yang menunjukkan bahwa transaksi *institutional* lebih memungkinkan mengendalikan atau menguasai informasi (Ali et al., 2004; Pinnuk, 2004; Ke dan Petroni, 2004; Bushee dan Goodman, 2007), dan kepemilikan institusi yang besar meningkatkan informasi asimetri (Dennis and Weston, 2001; Brockman and Yan, 2009; Rhee dan Wang, 2009) dan volatilitas *return* (Sias, 1996; Xu and Malkiel, 2003; Gabaix et al, 2006; Wang, 2007), sehingga *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham. Rhee dan Wang (2009) menyatakan bahwa pada pasar yang sedang berkembang (*imerging market*) seperti Indonesia, asimetri informasi dapat diaplikasikan. Selain itu, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kothare (1997) yang menyatakan bahwa besarnya nilai *institutional ownership* mengindikasikan semakin sedikitnya jumlah pemegang saham suatu perusahaan, sehingga jumlah transaksi perdagangan *asset* pun menurun per unit waktu. Hal ini mengakibatkan *bid-ask spread* bertambah yang berarti likuiditas dari *asset* yang diperdagangkan tersebut menurun.



Pengaruh *institutional ownership* yang tidak signifikan terhadap *spread* baik pada saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dapat disebabkan oleh:

1. Membbaiknya kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini. Krisis keuangan di Amerika pada tahun 2008 berdampak sangat besar pada pasar modal di Indonesia terutama Bursa Efek Indonesia. Pada Oktober 2008, indeks harga saham gabungan terus mencetak prestasi terburuknya. Indeks Harga Saham Gabungan mengalami penurunan sebesar 50,64% dari level 2.745,826 pada akhir tahun 2007 dan ditutup pada level 1.355,408 di akhir tahun 2008. Setelah tahun 2008, aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia kembali meningkat secara cepat. Cepat pulihnya Bursa Efek Indonesia disebabkan oleh meningkatnya kepercayaan investor akan cukup baiknya fundamental ekonomi Indonesia dan kejatuhan Bursa Efek Indonesia tahun 2008 hanyalah bersifat sementara yang disebabkan oleh faktor psikologis kepanikan yang berlebihan atas dampak kejatuhan bursa dunia terutama New York Stock Exchange (NYSE). Pulihnya kepercayaan investor, baik domestik maupun asing, mengakibatkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami kenaikan yang sangat signifikan pada periode 2008-2010, rata-rata 66,57% per tahun, nilai kapitalisasi pasar juga mengalami peningkatan yang sangat signifikan, rata-rata sebesar 74,19 % pertahun. Selain itu, pada 2008-2009 volume perdagangan meningkat 86,29 % dan frekuensi perdagangan meningkat 56,35%. Hal ini menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan yang sangat tinggi dan likuiditas pasar yang tinggi (*spread* rendah) pula, sehingga dalam melakukan keputusan investasi para investor tidak mempertimbangkan kepemilikan institusi sebagai komponen yang menyebabkan tingginya



adverse selection cost (biaya informasi asimetri) sebagai komponen *spread* saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

2. Banyaknya Investor yang melakukan spekulasi di Bursa Efek Indonesia. Sebagian besar investor di BEI melakukan spekulasi dalam melakukan transaksi jual dan beli saham di pasar modal dan bersifat jangka pendek, tidak terkecuali investor saham syariah maupun saham non syariah. Investor seperti ini cenderung melakukan keputusan jual beli saham tanpa informasi fundamental yang jelas dan berdasarkan rumor yang sedang beredar. Hal ini senada dengan apa yang dikatakan Isma Swadajaja dari Bursa Efek Indonesia kantor Surabaya bahwa banyak pelaku pasar yang menggunakan pendekatan dalam menganalisa saham yang menurutnya bukan termasuk pendekatan fundamental maupun teknikal. Mereka melakukan transaksi hanya melinat berdasarkan siapa pelaku pasar yang sedang melakukan transaksi atau memposisikan diri mereka sebagai *follower*. Mereka menganggap pemain besar yang sebagian besar adalah investor asing memiliki informasi lebih atas saham perusahaan yang mereka jual belikan, sehingga mereka tanpa bersusah payah melakukan analisis fundamental maupun teknikal. Disamping itu, banyak pula para investor yang melakukan pendekatan teknikal analisis dalam menganalisa harga saham dalam mengambil keputusan jual atau beli saham. Olen sebab itu, investor ini kurang mempertimbangkan tingginya kepemilikan institusi (*institutional ownership*) sebagai faktor yang menyebabkan tingginya *adverse selection cost* (biaya informasi asimetri) sebagai komponen *spread* saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

Kepemilikan institusi (*institutional ownership*) mempunyai pengaruh negatif terhadap variabel *depth* saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Akan tetapi, pengaruh negatif kepemilikan institusi



terhadap *depth* signifikan pada saham syariah, namun tidak signifikan pada saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

Variabel *depth* menunjukkan besarnya jumlah atau nilai transaksi yang dapat diserap oleh pasar tanpa mempengaruhi harga. Hal ini dapat dilihat dari banyaknya nilai order jual dan order beli yang ada di pasar. Semakin banyak nilai order jual (beli), maka semakin mudah bagi para investor untuk melakukan aksi jual (beli) tanpa mempengaruhi harga, sehingga dapat dikatakan saham tersebut semakin likuid. Berdasarkan Tabel 5.20, diketahui bahwa kepemilikan institusi mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap variabel *depth* saham syariah. Namun, hal ini tidak disebabkan oleh fenomena informasi asimetri yang menimbulkan *adverse selection cost* sebagaimana telah ditunjukkan oleh hasil penelitian-penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa transaksi institusional lebih memungkinkan mengendalkan atau menguasai informasi (Ali et al, 2004; Pinnuk, 2004; Ke dan Petroni, 2004; Bushee dan Goodman, 2007), dan kepemilikan institusi yang besar meningkatkan asimetri informasi (Dennis dan Weston, 2001; Brockman dan Yan, 2009).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Sarin dan Shastri (2000) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi tidak berhubungan dengan informasi asimetri. Kesignifikanan pengaruh negatif kepemilikan institusi terhadap *depth* saham syariah disebabkan oleh investor institusi saham syariah yang pada umumnya berinvestasi dalam jangka panjang karena risiko kebangkrutan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah. Hal ini sependapat dengan apa yang telah dikemukakan oleh Leo Herlambang bahwa para investor institusi baik pengambil keputusannya muslim maupun yang non muslim membeli saham saham syariah untuk berinvestasi dalam jangka panjang, meskipun *price earning ratio* (*PE ratio*)



saham-saham ini relatif tinggi, mereka akan membelinya karena mereka berinvestasi dalam jangka panjang. Oleh sebab itu, semakin besar kepemilikan institusi atas saham syariah maka semakin rendah aktivitas perdagangan (frekuensi) saham tersebut, yang berdampak pada semakin rendah kemampuan saham tersebut ditransaksikan dalam jumlah yang besar (*depth*).

Selanjutnya, pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang tidak signifikan dapat disebabkan oleh sebagian besar investor saham non syariah bersifat jangka pendek. Tingginya pertumbuhan Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2010 setelah mengalami kejatuhan yang sangat dalam pada tahun 2008, mendorong antusiasme para investor untuk kembali berinvestasi pada saham, tak terkecuali saham non syariah perusahaan manufaktur. Meskipun risiko saham non syariah lebih tinggi dibandingkan saham syariah karena adanya pembatasan proporsi hutang pada saham syariah, akan tetapi *return* yang diharapkan para investor saham non syariah juga relatif lebih tinggi dibandingkan saham syariah. Salah satu strategi berinvestasi pada saham yang mempunyai risiko keuangan tinggi adalah berinvestasi dalam jangka pendek, sehingga jika dikemudian hari terjadi kesulitan keuangan pada perusahaan ini maka investor jangka pendek dapat dengan segera menjual saham perusahaan tersebut. Para investor jangka pendek ini cenderung dalam berinvestasi tidak mempertimbangkan seberapa besar kepemilikan institusi pada saham yang diperjual belikannya. Mereka cenderung menggunakan pendekatan teknikal analisis dalam menganalisis saham dan juga sangat dipengaruhi oleh rumor yang tidak jelas. Oleh sebab itu, besarnya kepemilikan institusi atas saham non syariah pada perusahaan manufaktur mempunyai pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap kemampuan pasar dalam menyerap saham tersebut dalam jumlah besar (*depth*).



5.5.3. Pengaruh *insider ownership* Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Variabel kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) juga memiliki pengaruh yang tidak signifikan baik pada variabel *spread* maupun *depth* (likuiditas saham) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sarin dan Shastri (2000), Forde dan Rydge (2006), Rubin (2007), Seyhun (1986) dan Rosida (2008). Menurut Sarin dan Shastri (2000) *insider ownership* berhubungan positif dengan *bid-ask spreads* dan informasi asimetri. Kepemilikan *insider* yang semakin besar mengakibatkan probabilitas terjadinya *insider trading* juga semakin besar sehingga semakin besar pula *bid-ask spreads* dan informasi asimetrinya, yang berarti likuiditas saham perusahaan akan semakin menurun. Berbeda dengan hasil penelitian Rubin (2007) yang menyatakan bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan *effective spread* saham, yang juga berarti semakin besar persentase *insider ownership* di dalam suatu perusahaan maka semakin tinggi likuiditas saham perusahaan tersebut. Hal ini menurut Rubin (2007) menunjukkan bahwa penerapan peraturan tentang tidak diperbolehkannya *insider trading* pada periode penelitian tersebut telah efektif diterapkan dibandingkan dengan periode penelitian sebelumnya, dimana *insider* tidak diperbolehkan bertransaksi saham perusahaan karena memiliki informasi yang bersifat privat.

Jika dilihat dari arah pengaruh *insider ownership* terhadap *spread* saham syariah dan saham non syariah yang negatif maka hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian penelitian Rubin (2007), akan tetapi pengaruhnya tidak signifikan. Selain itu, pengaruh *insider ownership* terhadap *depth* saham



syariah dan saham non syariah juga menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Ketidaksignifikanan ini disebabkan oleh sebagaimana yang telah dikemukakan sebelumnya, bahwa membaiknya kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini yang ditunjukkan dengan meningkatnya kepercayaan investor baik domestik maupun asing dan faktor psikologis kebangkitan setelah kejatuhan bursa, mengakibatkan Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami kenaikan yang sangat signifikan pada periode 2008-2010, rata-rata 66,57% per tahun, nilai kapitalisasi pasar juga mengalami peningkatan yang sangat signifikan, rata-rata sebesar 74,19 % pertahun. Hal ini menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan yang sangat tinggi dan likuiditas pasar yang tinggi (*spread* rendah) pula, sehingga dalam melakukan keputusan investasi para investor tidak mempertimbangkan kepemilikan orang dalam sebagai komponen yang menyebabkan tingginya *adverse selection cost* (biaya informasi asimetri) sebagai komponen *spread* saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Selain itu, banyaknya investor yang berspekulasi dan menerapkan pendekatan analisa teknikal tanpa mempertimbangkan faktor kepemilikan orang dalam menganalisis saham. Hal ini mengakibatkan faktor kepemilikan orang dalam tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah dan saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

5.5.4. Pengaruh *Blockholder Ownership* Terhadap Likuiditas Saham

Syariah dan Saham Non Syariah

Berdasarkan hasil penelitian, variabel *blockholder ownership* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap variabel *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini berbeda dengan Hatlin dan



Shaw (2000) serta Rubin (2007) yang menemukan *blockholder ownership* berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham. *Blockholder ownership* mempunyai biaya potensial, yaitu pengawasan mereka dapat memberikan kepada *blockholders* akses privat atas informasi perusahaan yang mempunyai nilai relevan. Hasil penelitian ini tidak mendukung suatu pandangan yang menyatakan *blockholder* memperoleh informasi yang superior tentang nilai perusahaan, keuntungan yang potensial atas pengawasan *blockholder* secara parsial akan di konversi sepenuhnya dengan likuiditas yang menurun, yang secara atribut dinyatakan dengan *spread* yang lebih lebar dan *depth* yang lebih rendah (Chiang dan Venkatesh, 1988)

Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak mendukung fenomena *informed traders* dan *uninformed traders* sebagaimana yang dinyatakan dalam teori struktur mikro pasar oleh O'hara (2003). *Informed trader* memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. Dalam hal ini yang termasuk *informed traders* adalah *blockholder ownership*. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya. Sedangkan *uninformed traders* adalah mereka yang melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Oleh sebab itu, untuk mengkonversi kerugian-kerugian yang mungkin terjadi maka *bid-ask spread* yang ditawarkan oleh *market makers* akan semakin lebar bila kepemilikan blok semakin meningkat

Pengaruh variabel *blockholder ownership* yang tidak signifikan terhadap variabel *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur disebabkan oleh beberapa hal yang diantara berkaitan dengan ketidaksignifikan variabel-variabel yang telah dinyatakan sebelumnya, yaitu,



1. Banyaknya pemegang saham blok pada saham syariah maupun non syariah adalah pihak institusi asing yang juga dalam bentuk perusahaan investasi maupun lembaga keuangan bank yang berinvestasi tidak dalam jangka waktu relatif panjang sehingga fenomena untuk mendapatkan informasi yang superior tentang nilai perusahaan tidak selalu terjadi. Oleh sebab itu keuntungan potensial atas pengawasan *blockholder* secara parsial tidak dikonversi sepenuhnya dengan *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah.
2. Membaiknya kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini yang ditunjukkan dengan meningkatnya kepercayaan investor baik domestik maupun asing dan faktor psikologis kebangkitan setelah kejatuhan bursa yang menyebabkan para investor berbondong-bondong masuk kembali ke Bursa Efek Indonesia dan berinvestasi tanpa memperdulikan apakah sebagian besar saham dimiliki oleh *blockholder* yang dapat menimbulkan fenomena *informed trader* yang direfleksikan dengan likuiditas.
3. Banyaknya investor yang melakukan spekulasi di Bursa Efek Indonesia. Sebagian besar investor di BEI bersifat spekulatif dalam melakukan transaksi jual dan beli saham di pasar modal dan bersifat jangka pendek, tidak terkecuali investor saham syariah maupun saham non syariah. Investor seperti ini cenderung melakukan keputusan jual beli saham tanpa informasi fundamental yang jelas dan berdasarkan rumor yang sedang beredar. Menurut Isma Swandono "sebagian besar orang-orang yang berspekulasi mempunyai jangka waktu yang pendek atau temporer dan didorong oleh perilaku para pialang atau broker yang mendorong para investor untuk berinvestasi dalam jangka pendek karena semakin sering investor bertransaksi semakin besar fee yang mereka peroleh. Jadi, dalam hal ini peran pialang sangat besar dalam menciptakan para spekulator di pasar



modal Indonesia. Selain itu, sebagian besar investor ini melakukan pendekatan teknik analisis dalam pengambilan keputusan jual atau beli saham. Oleh sebab itu, investor seperti ini kurang mempertimbangkan tingginya *blockholder ownership* sebagai faktor yang menyebabkan tingginya *adverse selection cost* (biaya informasi asimetri) sebagai komponen *spread* dan *depth* saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

5.5.5. Pengaruh *Foreign Institutional Ownership* Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Kepemilikan institusi asing (*foreign institutional ownership*) memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap *spread* saham syariah maupun non syariah serta *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

Namun, *foreign institutional ownership* mempunyai pengaruh yang positif yang signifikan terhadap *depth* saham syariah pada perusahaan manufaktur.

Beberapa hasil penelitian ini menunjukkan kesesuaian dan sekaligus juga ketidaksesuaian dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Hasil penelitian

Levine dan Zervos (1998) dan Bekaert et al. (2002) menunjukkan bahwa likuiditas pasar meningkat setelah liberalisasi pasar saham dalam perekonomian

yang sedang tumbuh. Selain itu, Bekaert et al. (2007) menunjukkan pengaruh yang positif dari tingkat keterbukaan atas para investor asing terhadap likuiditas pada pasar modal yang sedang berkembang. Hasil penelitian Levine dan Zervos

(1998) dan Bekaert et al. (2002) sesuai dengan hasil penelitian ini yang berkaitan dengan pengaruh positif *foreign institutional ownership* terhadap *depth* saham syariah pada perusahaan manufaktur. Masuknya investor asing pada perusahaan manufaktur yang sahamnya termasuk klasifikasi saham syariah di

Bursa Efek Indonesia mengakibatkan tingginya kemampuan pasar dalam



mentransaksikan saham tersebut dalam jumlah besar tanpa menimbulkan kejatuhan harga saham tersebut (*depth*). Hal ini didukung oleh banyaknya investor domestik yang mengikuti (*followers*) tindakan-tindakan investor asing dalam berinvestasi pada saham syariah yang memiliki resiko lebih rendah (risiko keuangan) dibandingkan saham non syariah di Indonesia. Senada dengan apa yang diungkapkan oleh Isma Swadjaja, Leo Herlambang dan Bambang bahwa banyak investor domestik di pasar modal Indonesia sebagai pengikut (*followers*) investor asing dalam bertransaksi saham. Para investor domestik percaya bahwa saham yang dimiliki oleh asing memiliki kinerja yang baik dan para investor asing dianggap memiliki informasi yang lebih atas saham yang mereka perjualbelikan dan tanpa bersusah payah melakukan analisa fundamental dan teknikal dalam menganalisa saham. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan yang telah dilakukan Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi asing menurunkan likuiditas saham.

Pengaruh *foreign institutional ownership* yang tidak signifikan terhadap *spread* saham syariah maupun non syariah serta *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur dapat disebabkan oleh membaiknya kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini yang ditunjukkan dengan meningkatnya kepercayaan investor, baik domestik maupun asing serta faktor psikologis kebangkitan setelah kejatuhan bursa yang menyebabkan para investor asing masuk kembali ke Bursa Efek Indonesia.

Risiko berinvestasi di pasar modal negara yang sedang berkembang (*emerging market*) umumnya memiliki risiko yang lebih tinggi (terutama *country risk*) dibandingkan dengan berinvestasi di pasar modal negara maju (*developed market*). Akan tetapi, potensi tingkat pengembalian (*return*) yang dapat diperoleh dari berinvestasi di pasar negara yang sedang berkembang (*emerging market*) lebih tinggi dibandingkan dengan di pasar negara maju (*developed market*).



Salah satu cara yang dilakukan oleh investor asing untuk mengurangi risiko investasi di negara yang sedang berkembang adalah dengan cara berinvestasi dalam jangka waktu yang relatif pendek. Oleh sebab itu, fenomena untuk mendapatkan informasi yang superior atau asimetri informasi tentang nilai perusahaan tidak terjadi berkaitan dengan meningkatnya kepemilikan institusi pihak asing. Selain itu, keberadaan investor institusi asing dalam bentuk perusahaan investasi dan pensiun yang umumnya berinvestasi dalam jangka yang relatif panjang juga dapat mengakibatkan ketidaksignifikanan variabel *foreign institutional ownership* terhadap *spread* saham syariah maupun saham non syariah serta *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

5.5.6. Pengaruh Volume Perdagangan Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Hasil penelitian ini juga menyatakan bahwa volume perdagangan mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap likuiditas (negatif terhadap *spread* dan positif terhadap *depth*) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian, Easley dan O'Hara (1987), Corwin (1999), Sarin dan Shastri (2000) dan Frieder dan Martel (2006) yang menyatakan volume perdagangan mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham, baik pada dimensi *spread* maupun *depth*. Oleh karena itu, saham-saham bervolume tinggi memiliki nilai *spread* yang lebih rendah dibandingkan saham-saham bervolume rendah. Semakin besar volume transaksi suatu saham juga menunjukkan semakin besar order jual (beli) atau semakin besar *depth* saham tersebut, yang juga berarti semakin besar kemampuan pasar dalam mentransaksikan saham tersebut dalam jumlah yang besar tanpa mengakibatkan penurunan yang berarti harga pasar saham. Oleh sebab itu, volume transaksi memiliki pengaruh negatif terhadap

relative spread dan memiliki pengaruh positif *depth* saham syariah maupun saham non syariah. Dengan kata lain, volume transaksi memiliki pengaruh positif terhadap likuiditas saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 5.22
Sensitivitas volume perdagangan terhadap likuiditas saham syariah dan Saham non syariah

Likuiditas	B ₅ Saham Syariah	B ₅ Saham Non Syariah	Sig
<i>Spread</i>	-.020	-.018	Signifikan
<i>Depth</i>	.405	.358	Signifikan

Sumber: Lampiran 8-11

Secara deskriptif, berdasarkan koefisien regresi variabel volume perdagangan, diketahui bahwa volume perdagangan lebih *sensitive* terhadap *spread* maupun *depth* (likuiditas) saham syariah dibandingkan dengan *spread* dan *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hal ini dapat disebabkan oleh karena faktor psikologis investor terutama investor saham syariah atas kebangkitan Bursa Efek Indonesia setelah mengalami kejatuhan yang sangat dalam pada tahun 2008 (sebelum periode penelitian), sebagai dampak dari kepanikan terhadap krisis kredit perumahan yang terjadi di Amerika terhadap perekonomian di Indonesia.

Investasi pada saham syariah memiliki risiko keuangan (*financial risk*) yang lebih kecil dibandingkan dengan saham non syariah karena kriteria pengklasifikasian saham syariah sudah membatasi rasio hutang dibandingkan dengan total aset perusahaan maksimal 45%. Dengan kata lain, risiko kebangkrutan perusahaan yang sahamnya termasuk saham syariah akan lebih kecil dibandingkan perusahaan yang sahamnya tidak termasuk saham syariah (non syariah), sehingga para investor yang berinvestasi pada saham syariah merasa lebih aman untuk berinvestasi dalam jangka relatif panjang dibandingkan dengan saham non syariah.



Kepanikan investor (*panic saling*) atas dampak krisis kredit perumahan di Amerika tahun 2008 mengakibatkan kejatuhan harga saham secara umum di Bursa Efek Indonesia, terutama pada saham syariah yang pada kondisi normal adalah saham-saham yang sebagian besar dikoleksi oleh investor jangka panjang, mengalami kejatuhan harga yang lebih dalam dibandingkan saham non syariah pada industri manufaktur. Namun, kepanikan para investor hanya bersifat sementara, karena dampak krisis kredit perumahan di Amerika terhadap perekonomian Indonesia tidak seperti dibayangkan oleh para investor. Oleh karena itu, memasuki tahun 2009 (awal periode penelitian) para investor mulai berfikir realistis dan mulai memborong kembali saham-saham syariah, sehingga likuiditas saham-saham syariah meningkat melebihi likuiditas saham-saham non syariah. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 1.1, dimana *Jakarta Islamic Index (JII)* mengalami kejatuhan yang paling dalam pada tahun 2008 sebesar 56,15% dibandingkan dengan kejatuhan indeks LQ 45 dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), masing masing mengalami penurunan sebesar 54,99% dan 50,65%. Namun pada tahun 2009 (awal periode penelitian) *Jakarta Islamic Index (JII)* mengalami peningkatan yang cukup tinggi yaitu sebesar 92,97% melebihi indeks LQ 45 dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), masing-masing mengalami kenaikan sebesar 84,55% dan 87,04%. Hal ini menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan (volume perdagangan) yang dilakukan investor saham syariah memiliki sensitivitas yang lebih besar terhadap likuiditas saham dibandingkan dengan aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh investor saham non syariah.

Sebagaimana yang telah dikemukakan sebelumnya, bahwa sebagian besar investor saham syariah adalah pihak-pihak yang berinvestasi dalam jangka yang relatif panjang, di antaranya adalah investor institusi seperti perusahaan reksadana, asuransi, pengelola dana pensiun. Umumnya investor



institusi memiliki saham dalam jumlah yang relatif jauh lebih besar dibandingkan dengan investor perorangan, sehingga transaksi jual maupun beli yang dilakukan investor institusi sangat besar pengaruhnya terhadap harga dan likuiditas saham yang ditransaksikan. Oleh sebab itu, volume perdagangan pada saham syariah memiliki sensitivitas yang lebih besar terhadap likuiditas saham dibandingkan dengan saham non syariah.

5.5.7. Pengaruh Harga Saham Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Variabel harga saham memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* saham non syariah dan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *depth* saham non syariah perusahaan manufaktur. Hal ini berarti semakin tinggi harga saham non syariah semakin likuid saham tersebut. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Haflin dan Shaw (2000), Sarin dan Sastri (2000), Attig (2004), Rubin (2007) dan Agarwal (2009). Tingginya harga saham menunjukkan tingginya permintaan saham yang secara langsung menunjukkan tingginya aktivitas perdagangan saham tersebut. Oleh sebab itu, tingginya aktivitas perdagangan saham juga menunjukkan likuiditas saham yang semakin tinggi.

Sebagaimana yang telah dikemukakan sebelumnya bahwa sebagian besar investor saham non syariah adalah orang yang tingkat pemahaman dan pengamalan syariah Islam yang kurang dan mempunyai kecenderungan berinvestasi yang sifatnya jangka pendek dan sangat memperhatikan pergerakan dan trend harga saham. Para investor ini umumnya mempunyai alat analisis utama dalam menganalisa saham, yaitu teknikal analisis yang membutuhkan data-data utama yang salah satunya adalah harga saham historis. Hal ini sesuai dengan pendapat saudara Bambang seorang investor dan konsultan investasi



yang menyatakan bahwa rata-rata investor jangka pendek menggunakan analisa teknikal. Saham-saham yang mempunyai kecenderungan harga yang naik pada masa yang akan datang sangat diminati oleh para investor ini. Tingginya minat investor akan saham ini mengakibatkan harga saham tersebut akan semakin naik. Oleh sebab itu, semakin tinggi harga saham, semakin likuid saham tersebut.

Berbeda dengan saham syariah, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel harga memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham tersebut. Hal ini disebabkan oleh karakteristik investor saham syariah yang mungkin berbeda dengan saham non syariah. Sebagian besar investor saham syariah adalah investor yang memegang saham tersebut dalam jangka yang relatif lebih panjang dibandingkan dengan investor saham non syariah karena risiko kebangkrutan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah lebih rendah dibandingkan dengan saham non syariah. Sehingga, pergerakan harga saham harian tidak berdampak pada likuiditas saham-saham syariah. Hal ini senada dengan pendapat Leo Herlambang yang mengatakan;

" Secara umum saham syariah mempunyai risiko yang relatif lebih rendah dibandingkan dengan saham non syariah karena pada perusahaan yang sahamnya dikategorikan saham syariah memiliki struktur modal yang rasio hutang terhadap asetnya dibatasi"

5.5.8. Pengaruh Volatilitas *Return* Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Variabel volatilitas *return* berdasarkan hasil penelitian ini memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth* saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hasil penemuan ini berbeda dengan penelitian-penelitian yang telah dilakukan oleh Corwin (1999), Heflin dan Shaw (2000), Sarin dan Shastri (2000), Forde dan Rydger (2006),



Frieder dan Martel (2006) dan Rubin (2007), yang menyatakan volatilitas *return* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap terhadap likuiditas saham. Semakin tinggi volatilitas *return*, semakin tinggi pula tingkat asimetri informasi (*adverse selection*) antar pelaku pasar. Semakin tinggi asimetri informasi, berarti semakin besar *bid-ask spread* saham yang terbentuk dan semakin kecil *depth* saham. Dengan kata lain, semakin tinggi volatilitas *return* maka semakin rendah likuiditas saham tersebut.

Pengaruh variabel volatilitas *return* yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth* ini, dapat disebabkan oleh kondisi Bursa Efek Indonesia yang pada waktu penelitian sedang mengalami pertumbuhan (kenaikan) yang sangat tinggi setelah pada tahun sebelumnya sempat terpuruk karena terjadinya *panic selling* yang disebabkan oleh krisis keuangan di Amerika. Setelah situasi reda pada awal 2009, yang terjadi adalah para investor baik asing maupun domestik berbondong-bondong bertransaksi di Bursa Efek Indonesia untuk memperoleh *potential return* yang sangat tinggi sehingga terjadi volatilitas *return* yang cukup tinggi pada saat itu. Hal ini sesuai apa yang telah dinyatakan Isma Swadajaja bahwa pada tahun 2009 dan 2010 kenaikan pasar modal melebihi ekspektasi pihak bursa sendiri. Oleh sebab itu, kondisi ini tidak mencerminkan adanya *informed trader* yang ditimbulkan fenomena asimetri informasi. Kondisi ini mengakibatkan volatilitas *return* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Indonesia.

5.5.9. Pengaruh *Market to Book Value* Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Berdasarkan hasil penelitian ini juga diketahui bahwa variabel *market to book value* juga memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *spread* dan



depth (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Blease *et al.* (2006) dan Rubin (2007). Menurut Blease *et al.* (2006) dan Rubin (2007) *market to book* berhubungan positif dengan likuiditas saham. Rasio *market to book* yang tinggi mengindikasikan bahwa pertumbuhan saham tinggi, dan *market to book* yang rendah mengindikasikan adanya pertumbuhan saham yang rendah. Jadi kenaikan pada *market to book* akan menyebabkan kenaikan kesempatan pertumbuhan perusahaan dan juga akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan.

Pengaruh variabel *market to book value* yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada industri manufaktur juga berkaitan dengan kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian yang pertumbuhannya sangat tinggi setelah sebelumnya mengalami kejatuhan yang sangat dalam. Kejatuhan Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 ternyata hanya disebabkan faktor psikologis oleh kepanikan jual (*panic saling*) yang berlebihan atas dampak kejatuhan bursa-bursa dunia terutama New York Stock Exchange (NYSX). Pulihnya kepercayaan investor, baik domestik maupun asing, mengakibatkan Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami kenaikan yang sangat signifikan pada periode 2008-2010, rata-rata 66,57% per tahun. Nilai kapitalisasi pasar juga mengalami peningkatan yang sangat signifikan, rata-rata sebesar 74,19 % pertahun. Dalam kondisi psikologis investor yang sedang mengalami euforia pasar modal dengan kenaikan sangat tajam maka pendekatan fundamental yang diantaranya menggunakan indikator *market to book value* kurang menjadi pertimbangan dalam berinvestasi. Analisa teknikal lebih sering digunakan dalam berinvestasi pada pasar yang sedang mengalami suatu tren kenaikan yang sangat tajam ini, baik pada saham syariah maupun saham non syariah. Hal ini mengakibatkan *market to book*



value tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur.

5.5.10. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap *spread* dan mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *depth* saham syariah pada perusahaan manufaktur. Dengan kata lain, dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham. Hal ini sesuai dengan teori Modigliani-Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen ini oleh investor sebagai tanda atau *signal* (*signaling effect*) bahwa prospek perusahaan di masa datang akan lebih baik. Sebaliknya penurunan dividen akan dilihat sebagai tanda bahwa prospek perusahaan akan menurun di masa datang. Olen sebab itu, Grinstein dan Michaely (2005) dalam Agarwal (2009) menyatakan bahwa kebijakan pembayaran dividen mempengaruhi perilaku perdagangan *equity* perusahaan dan berhubungan dengan likuiditas saham perusahaan tersebut. Saham-saham perusahaan yang membayarkan dividennya akan lebih likuid dibandingkan dengan saham perusahaan yang tidak membayarkan dividennya.

Dividen saham merupakan salah satu komponen pendapatan selain *capital gain* yang diharapkan oleh para investor dalam hal ini investor yang berinvestasi dalam jangka yang relatif panjang seperti investor saham syariah. Keberanian investor saham syariah berinvestasi dalam jangka yang relatif panjang dikarenakan perusahaan yang sahamnya termasuk saham syariah memiliki risiko kebangkrutan lebih rendah (maksimal memiliki rasio hutang



terhadap aset sebesar 45%), disamping ada pula motif investor saham syariah yang berinvestasi dengan maksud untuk menghindari tindakan-tindakan yang sifatnya spekulatif

Selain itu, banyak pemegang saham syariah adalah pihak institusi asing maupun domestik seperti perusahaan reksadana, asuransi, dana pensiun yang memiliki herison investasi yang relatif panjang dan mengharapkan dividen yang dibagikan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya kepada konsumennya. Seperti yang dikatakan oleh saudara Leo Herlambang bahwa institusi yang membeli saham syariah adalah institusi yang berorientasi jangka panjang dalam berinvestasi. Oleh sebab itu, kebijakan suatu perusahaan untuk membagikan dividen saham merupakan suatu pemenuhan harapan bagi investor tersebut dan akan meningkatkan harga saham dan likuiditas saham perusahaan tersebut.

Berbeda dengan hasil penelitian pada saham syariah, pengaruh kebijakan dividen terhadap *spread* dan *depth* pada saham non-syariah adalah tidak signifikan. Ketidaksignifikanan ini dapat disebabkan oleh karakteristik investor saham non syariah yang berinvestasi dalam jangka relatif pendek dan lebih berani berspekulasi. Investor jangka pendek umumnya mengharapkan *capital gain* bukan dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan karena perputaran saham yang dimilikinya sangat tinggi artinya rata-rata mereka memegang saham dalam jangka yang relatif pendek. Investor saham non syariah tentunya lebih berani lebih berspekulasi karena tentu saja mereka berinvestasi tidak berdasarkan tuntunan syariah islam yang melarang spekulasi yang mengarah pada perjudian. Selain itu, teknik analisis merupakan salah satu alat mereka dalam memutuskan membeli atau menjual saham disamping isu-isu atau rumor yang belum jelas kebenarannya yang terjadi di pasar.

Berdasarkan hal tersebut, maka keputusan perusahaan untuk membayar atau



tidak membayar dividen, tidak berdampak pada likuiditas saham non syariah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

5.5.11. Pengaruh Ukuran Perusahaan (size) Terhadap Likuiditas Saham

Syariah dan Saham Non Syariah

Variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* saham non syariah. Namun, variabel ukuran perusahaan ini mempunyai pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap *spread* saham syariah. Selain itu, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *depth* saham syariah maupun saham non syariah perusahaan manufaktur.

Hasil penelitian pada saham non syariah ini, sesuai dengan hasil penelitian Elton dan Gruber (1995), Corwin (1999), Frieder dan Martel (2006), dan Rubin (2007) yang juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap likuiditas (negatif terhadap *spread* dan positif terhadap *depth*) saham. Semakin besar ukuran perusahaan berarti likuiditas saham dari perusahaan tersebut akan semakin likuid. Hal ini terjadi karena saham perusahaan yang besar akan lebih sering dan lebih mudah untuk diperdagangkan daripada saham dari perusahaan yang ukurannya kecil. Oleh sebab itu, ukuran perusahaan mempengaruhi kemampuan pasar dalam menyerap transaksi dalam jumlah yang besar tanpa menyebabkan jatuhnya harga saham tersebut (*depth*), baik pada saham syariah maupun saham non syariah perusahaan manufaktur. Ukuran perusahaan juga mempengaruhi tingkat perhatian para investor akan perusahaan tersebut. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar perhatian investor akan perusahaan tersebut.

Apalagi pada saham non syariah rata-rata proporsi hutang terhadap asetnya relatif besar. Hal ini kebijakan perusahaan akan selalu diawasi oleh



para kreditur-krediturnya. Oleh sebab itu, diharapkan tingkat informasi asimetri pada perusahaan besar lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil. Informasi asimetri mengakibatkan timbulnya *adverse selection cost* pada komponen *spread*. Pada kasus saham non syariah, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *spread* saham atau semakin likuid saham tersebut.

Akan tetapi, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan *spread* saham syariah pada perusahaan manufaktur. Ketidaksignifikanan ini dapat disebabkan oleh pandangan investor bahwa risiko kebangkrutan perusahaan yang sahamnya termasuk saham syariah relatif rendah karena memiliki rasio hutang terhadap aset perusahaan tidak lebih dari 45%. Menurut Leo Herlambang dalam Islam jika berinvestasi tidak dilihat besar kecilnya perusahaan terlebih dahulu, yang pertama dilihat adalah *debt to equity* rasio perusahaan. Hal ini karena sebagian besar investor yang berinvestasi dalam saham syariah adalah dalam jangka yang relatif panjang dan mempertimbangkan faktor risiko kebangkrutan atau struktur modal perusahaan. Islam juga mengajarkan untuk berinvestasi dengan prinsip kehati-hatian dan tidak berspekulasi. Oleh sebab itu, perhatian investor atas perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang berbeda sama saja, sehingga tingkat asimetri informasi yang terjadi pada perusahaan ini juga relatif sama saja. Selain itu, animo investor dalam memperdagangkan saham syariah pada periode penelitian ini juga sangat tinggi tanpa memandang besarnya ukuran perusahaan, seiring dengan tingginya pertumbuhan Bursa Efek Indonesia. Oleh sebab itu, berdasarkan alasan-alasan yang telah dikemukakan diatas maka ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* saham syariah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.



Berdasarkan besarnya koefisien regresi yang diperoleh dari hasil penelitian ini (Tabel 5.20 dan Tabel 5.21), dimana koefisien regresi variabel ukuran perusahaan (*size*) terhadap *depth* saham syariah lebih besar dibandingkan saham non syariah, maka secara deskriptif dapat dilihat bahwa sensitivitas ukuran perusahaan terhadap *depth* saham syariah lebih tinggi dibandingkan saham non syariah. Hal ini dapat disebabkan karena sebagian besar investor saham syariah adalah investor jangka panjang dan menitikberatkan pada penggunaan pendekatan analisa fundamental dalam menganalisa saham. Salah satu faktor fundamental perusahaan yang sering digunakan investor dalam menganalisa saham adalah ukuran perusahaan. Sedangkan investor saham non syariah sebagian besar adalah investor jangka pendek yang seringkali menggunakan pendekatan analisa teknikal yang hanya melihat pola pergerakan harga saham, aktivitas perdagangan saham dan lain lain, tanpa melihat ukuran perusahaan. Oleh sebab itu, sensitivitas ukuran perusahaan terhadap *depth* pada saham syariah lebih besar dibandingkan dengan saham non syariah.

5.5.12. Determinan Likuiditas Saham Syariah Dan Saham Non Syariah.

Tabel 5.23 menunjukkan hasil pengujian faktor-faktor determinan likuiditas (*spread* dan *depth*) saham syariah dan saham non syariah pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan Tabel 5.23 dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan faktor determinan likuiditas (*spread* dan *depth*) saham syariah dan saham non syariah. Faktor determinan *spread* saham syariah adalah volume perdagangan dan kebijakan dividen, sedangkan faktor determinan *spread* saham non syariah adalah volume perdagangan, harga saham dan *size*.

Selanjutnya, faktor determinan *depth* saham syariah adalah *institutional ownership*, *foreign institutional ownership*, volume perdagangan, kebijakan



dividen dan size, sedangkan faktor determinan *depth* saham non syariah adalah volume perdagangan, harga saham dan size perusahaan.

Tabel 5.23
Faktor Determinan Likuiditas Saham Syariah dan Saham Non Syariah
Perusahaan Manufaktur

No	Faktor Determinan	Spread		Depth	
		Syariah	Non Syariah	Syariah	Non Syariah
1	<i>Institutional ownership</i>	(+)Tidak Sig.	(-)Tidak Sig.	(-)Sig	(-)Tidak Sig.
2	<i>Insider ownership</i>	(-)Tidak Sig.	(-)Tidak Sig.	(-)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.
3	<i>Blockholder ownership</i>	(-)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.
4	<i>Foreign institutional ownership</i>	(+)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.	(+)Sig	(+)Tidak Sig.
5	Volume perdagangan	(-) Sig	(-)Sig	(+)Sig	(+)Sig
6	Harga saham	(-)Tidak Sig.	(-)Sig	(+)Tidak Sig.	(+)Sig
7	Volatilitas <i>return</i>	(+)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.	(-)Tidak Sig.	(-)Tidak Sig.
8	<i>Market to book value</i>	(+)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.	(-)Tidak Sig.	(+)Tidak Sig.
9	Kebijakan dividen	(-)Sig	(-)Tidak Sig.	(+)Sig	(+)Tidak Sig.
10	Size	(-)Tidak Sig.	(-)Sig	(+)Sig	(+)Sig

Sumber : Lampiran 8-11

Berdasarkan dari hasil penelitian kuantitatif dengan menggunakan analisa regresi dan didukung oleh hasil diskusi yang mendalam dengan informan kunci (*key informan*) maka dapat diketahui bahwa sebagian besar investor saham syariah adalah investor dalam jangka panjang yang dalam memutuskan transaksi jual dan beli masih melihat aspek fundamental perusahaan. Sedangkan sebagian besar investor saham non syariah adalah investor jangka pendek yang bersifat spekulatif dan sering bertransaksi berdasarkan rumor yang tidak jelas serta seringkali mengabaikan aspek fundamental perusahaan. Tentu saja kondisi ini mengakibatkan aspek spekulasi investor pada saham syariah lebih rendah dibandingkan dengan investor pada saham non syariah.

Meskipun A.M. Saefuddin dalam Nafik (2012) menyatakan bahwa kalau saham sudah menjadi alat spekulasi di bursa, maka lembaran saham tersebut sekaligus menjadi alat judi. Namun, Syafi'e Antonio (Hulwati, 2001:78) menyatakan bahwa meskipun unsur spekulasi di bursa efek sangat tinggi karena banyaknya unsur yang mempengaruhi satuan harga, sehingga diklasifikasikan pada unsur *gharar*, tetapi harus dilihat unsur spekulasi tersebut apakah termasuk



gharar kahfi atau *gharar fashih*. Hampir semua transaksi ada unsur *gharamnya*, hanya saja yang dilarang adalah *gharar fashih* (*azim*) yang dapat menimbulkan *uncertainly* terhadap hukum dari sisi harga. Oleh karena itu unsur *gharar* dalam saham harus masuk pada hal yang bersifat fundamental dan teknikal. Kalau saham itu berkaitan dengan fundamental dan teknikal, maka *gharar* bisa dieliminir. Tetapi kalau termasuk pada sesuatu yang bersifat politis, situasional yang banyak mempengaruhi harga, maka transaksi saham dilarang oleh agama Islam.

Hasil penelitian secara kuantitatif telah menunjukkan bahwa keberadaan saham syariah masih belum mampu menghapus praktek-praktek spekulasi yang terjadi di Bursa Efek Indonesia. Namun, berdasarkan kriteria saham yang masuk dalam klasifikasi syariah maka keunggulan-keunggulan berinvestasi pada saham syariah dibandingkan saham non syariah adalah sebagai berikut.

1. Saham syariah umumnya mempunyai *financial risk* yang lebih rendah dibandingkan dengan saham non syariah karena salah satu kriterianya adalah membatasi besarnya hutang pada struktur modal perusahaan (maksimal rasio hutang terhadap aset 45%). Dengan berinvestasi pada saham syariah, paling tidak risiko kebangkrutan perusahaan yang diklasifikasikan saham syariah tersebut lebih rendah dari saham non syariah. Jika perusahaan dinyatakan pailit atau bangkrut maka hak pemegang saham atas aset perusahaan yang dijual adalah pada posisi yang terakhir setelah semua kewajiban-kewajiban perusahaan dilunasi dan hak pemegang saham *preference* diberikan. Oleh sebab itu, risiko kebangkrutan perusahaan pada dasarnya adalah risiko yang sebagian besar ditanggung oleh pemegang saham perusahaan. Dengan berinvestasi pada saham syariah maka kekhawatiran atas hilangnya harta investor jika perusahaan dilikuidasi dapat diminimalkan.



2. Saham syariah memberikan ketentraman hati bagi investornya karena jelas dihalalkan oleh agama Islam. Sehingga investor dapat mengharapkan berkah dalam berinvestasi. Berbeda dengan saham non syariah yang secara jelas tidak sesuai dengan syariah dan cenderung diharamkan oleh Islam. Bahkan, seringkali dihindari penyakit rakus dan tamak akan harta kekayaan sehingga investor seperti ini sangat berani mengambil risiko dan berspekulasi untuk mengharapkan keuntungan yang besar di pasar modal. Oleh sebab itu, investor tersebut tidak dapat mengharapkan keberkahan dan ketentraman hati dalam berinvestasi.

3. Keberadaan saham syariah dapat mengurangi unsur spekulasi dan perdagangan saham yang tidak fair yang terjadi pada pasar modal. Saham syariah dapat dijadikan sarana berinvestasi dalam jangka panjang karena memiliki struktur modal yang bisa meminimalkan risiko kebangkrutan perusahaan. Sehingga, umumnya investor saham syariah yang berinvestasi dalam jangka panjang mengharapkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap likuiditas saham tersebut. Dengan kata lain, investor saham syariah lebih menggunakan pendekatan fundamental dalam menganalisa saham.

Berbeda dengan saham non syariah yang sebagian besar adalah para spekulan yang berorientasi dalam jangka pendek dan pedagang saham yang melakukan tindakan curang seperti, menggoreng saham perusahaan yang memiliki kinerja buruk sehingga investor lain menjadi tertipu. Pada saham syariah, kecil sekali kemungkinannya para pedagang dapat menggoreng saham tersebut. Hal ini disebabkan oleh struktur modal perusahaan yang dapat dikatakan relatif baik dan memiliki risiko



kebangkrutan yang relatif rendah dengan harga saham yang wajar.

Umumnya saham-saham yang digoreng atau dipermainkan oleh pedagang yang curang adalah saham-saham perusahaan yang memiliki risiko kebangkrutan perusahaan yang tinggi, memiliki nilai kapitalisasi pasar yang rendah dan memiliki kinerja keuangan yang buruk, sehingga harga pasar saham-saham tersebut umumnya rendah dan mudah untuk dipermainkan pedagang yang tidak jujur. Selain itu, investor jangka pendek lebih menekankan pendekatan teknikal dalam menganalisa saham, bahkan mereka juga melakukan pendekatan yang tidak jelas dan hanya sebagai pengikut (*follower*) apa yang dilakukan oleh pedagang besar dan investor asing lakukan di pasar modal.

4. Secara umum, rata-rata tingkat pengembalian saham syariah lebih baik dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan Jakarta Islamic Index (JII) pada Tabel 1.1 yang kenaikannya melebihi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan indeks LQ 45, khususnya pada tahun 2007 dan 2009. Selain itu, berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Rachmayanti (2003) dan Darmansyah (2005), secara umum menyimpulkan bahwa saham-saham yang termasuk dalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII) memiliki kinerja yang lebih baik dalam hal *return* yang diberikan dan dari segi risiko relatif yang lebih rendah dibandingkan dengan saham-saham kelompok non Jakarta Islamic Index (JII).

Tabel 5.24 menunjukkan perbandingan antara saham syariah dan non syariah yang diintisarikan dari hasil penelitian ini, baik yang berasal dari hasil penelitian kuantitatif maupun yang berasal dari diskusi dengan para informan kunci (*key informan*) yaitu manajer investasi, broker, pihak bursa efek. Selain itu



studi pustaka juga turut melengkapi dan memperkaya perbandingan antara saham syariah dan non syariah ini.

Tabel 5.24
Perbandingan Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Keterangan	Saham Syariah	Saham Non Syariah
Risiko Kebangkrutan Perusahaan	Lebih rendah karena mensyaratkan rasio hutang terhadap aset perusahaan maksimal 45%	Lebih tinggi karena tidak mensyaratkan rasio hutang terhadap aset perusahaan maksimal 45%
Produk Perusahaan	Tidak diperbolehkan memproduksi barang yang diharamkan	Tidak ada larangan untuk memproduksi barang yang diharamkan
Periode Investasi	Rata-rata jangka panjang, hal ini disebabkan oleh risiko kebangkrutan perusahaan yang kecil	Rata-rata jangka pendek, hal ini disebabkan oleh rata-rata risiko kebangkrutan perusahaan yang lebih besar.
Likuiditas Saham	Tidak berbeda dengan saham non syariah	Tidak berbeda dengan saham syariah
Kategori Investor	Sebagian besar Investor	Sebagian besar Spekulator
Motif Investor	Sebagian besar berorientasi pada profit (<i>profit oriented</i>) semata. Hanya sebagian kecil investor yang berorientasi pada pelaksanaan dari syariah Islam dalam kehidupan (<i>spiritual oriented</i>).	Berorientasi pada profit (<i>profit oriented</i>) semata.
Pendekatan Investor	Sebagian besar menggunakan pendekatan fundamental dan teknikal dengan mempertimbangkan determinan likuiditas saham diantaranya adalah <i>institutional ownership</i> , <i>foreign institutional ownership</i> , volume perdagangan, kebijakan dividen dan size perusahaan	Sebagian besar cenderung menggunakan pendekatan teknikal daripada fundamental, dengan mempertimbangkan determinan likuiditas saham diantaranya adalah volume perdagangan, harga saham, size perusahaan.
Proses Transaksi Saham di Pasar Modal	Tidak berbeda dengan saham non syariah. Transaksi <i>margin</i> dan <i>short sell</i> yang tidak sesuai dengan syariah masih diperbolehkan, sehingga tindakan yang diharamkan masih bercampur dengan tindakan yang dihalalkan. Oleh sebab itu keberadaan pasar modal syariah hanya sekedar pendekatan produk saja dan masih mengandung unsur perjudian dan spekulasi yang tinggi	Tidak berbeda dengan saham syariah. Transaksi <i>margin</i> dan <i>short sell</i> diperbolehkan. investor juga menganggap tidak ada perbedaan antara pasar modal syariah dan non syariah karena tempat dan sistem perdagangannya sama

Sumber: Lampiran 3, 5 dan 6.



5.6. Implikasi Penelitian.

Hasil penelitian ini berimplikasi pada teori-teori yang telah dikembangkan pada penelitian-penelitian sebelumnya dan praktek-praktek yang dilakukan oleh pihak-pihak yang berkepentingan di Pasar Modal Indonesia.

5.6.1. Implikasi Teoritis

Implikasi Teoritis dari hasil temuan penelitian yang berkaitan dengan likuiditas saham syariah dan non syariah ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa bahwa tidak terdapat perbedaan *relative spread* maupun *depth* saham syariah maupun saham non syariah. Hal ini berarti pengklasifikasian saham syariah berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 yang dikeluarkan tahun 2006 tentang Penerbitan Efek Syariah masih belum mampu membuat likuiditas saham syariah lebih baik dibandingkan dengan saham non syariah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2010.

Selain itu, berkaitan dengan *leverage* perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan syariah maka hasil temuan ini secara tidak langsung tidak sependapat dengan pandangan bahwa para investor telah menurunkan minatnya untuk memperdagangkan dan memegang saham perusahaan yang memiliki hutang tinggi, sehingga mengakibatkan *bid and ask spread* saham tersebut menjadi semakin lebar atau likuiditas saham perusahaan tersebut semakin rendah (Frieder dan Martel, 2006).

Di sisi lain, penelitian ini juga tidak sependapat dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hutang memaksa para manajer untuk membuat keputusan investasi yang lebih baik. Hal ini karena apabila manajer salah



mengambil keputusan investasi maka kebangkrutan dapat mengakibatkan para manajer akan kehilangan pengendalian dan reputasi yang menguntungkan (Grossman dan Hart, 1986). Oleh sebab itu semakin tinggi hutang perusahaan maka semakin likuid saham perusahaan tersebut.

2. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap variabel *spread* baik pada saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hal ini berarti keberadaan *institutional ownership* dalam kepemilikan saham perusahaan tidak menimbulkan fenomena *informed traders* dan *uninformed trader* seperti yang dinyatakan oleh O'Hara (1995) dalam *market mikrostructure theory*. *Informed trader* adalah pihak atau pedagang yang memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya *uninformed investors* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Dalam hal ini *institutional ownership* menurut Chakravarty (2001) adalah *informed trader*. Untuk menutupi kerugian-kerugian yang mungkin terjadi sebagai akibat dari perdagangan yang dilakukan oleh pihak *informed traders* maka *market makers* (dealer) meningkatkan biaya asimetri informasi atau *adverse selection cost* pada *bid-ask spread* saham yang bersangkutan. Selain itu, hasil temuan penelitian ini juga tidak mendukung hasil penelitian Chakravarty (2001) yang menyatakan bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh institusi dan berdampak pada harga saham kumulatif yang besar secara tidak proporsional. Temuan Chakravarty (2001) ini adalah sesuai dengan pandangan umum bahwa



institusi adalah *informed traders* yang berkaitan dengan teori struktur mikro pasar. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil penelitian Sarin dan Shastri (2000) serta Rubin (2007) yang menemukan bahwa *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *bid-ask spread*.

Akan tetapi, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusi mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap variabel *depth* saham syariah. Namun, hal ini tidak disebabkan oleh fenomena informasi asimetri yang menimbulkan *adverse selection cost* sebagai bagian dari *spread* saham syariah. Hasil penelitian ini sesuai dengan Sarin dan Shastri (2000) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi tidak berhubungan dengan informasi asimetri. Kesignifikanan pengaruh negatif kepemilikan institusi terhadap *depth* saham syariah disebabkan oleh semakin tingginya kepemilikan institusi atas saham syariah yang berinvestasi dalam jangka panjang, sehingga mengakibatkan semakin rendahnya aktivitas (frekuensi) perdagangan saham tersebut yang berakibat semakin rendahnya kemampuan saham tersebut untuk ditransaksikan dalam jumlah yang besar (*depth*).

3. Variabel kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) memiliki pengaruh yang tidak signifikan baik pada variabel *spread* maupun *depth* (likuiditas saham) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini tidak mendukung pendapat Chiang dan Venkatesh (1988) menyatakan bahwa *inside shareholdings* dinilai sebagai pihak yang memiliki akses informasi privat terhadap perusahaan yang dipandang sebagai pihak *informed* oleh *dealer* saham, dan mempunyai kontribusi terhadap penilaian perusahaan atas tingkat asimetri informasi suatu perusahaan oleh *dealer* yang berdampak pada



likuiditas saham perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh, Seyhun (1986), Sarin dan Shastri (2000), Forde dan Rydge (2006), Rubin (2007) dan Rosida (2008) yang menunjukkan bahwa *insider ownership* berhubungan positif dengan *bid-ask spreads* dan informasi asimetri. Namun, hasil penelitian ini telah menunjukkan bahwa *insider ownership* bukanlah merupakan bagian dari *informed traders* yang mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya (*uninformed trader*) seperti yang dijelaskan oleh O'Hara (1995) dalam teori struktur mikro pasar.

4. Variabel *blockholder ownership* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap variabel *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hafin dan Shaw (2000) serta Rubin (2007) yang menemukan bahwa *blockholder ownership* berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham. Pengawasan *blockholder* dapat memberikan kepadanya akses *privat* atas informasi perusahaan yang mempunyai nilai relevan atau yang disebut sebagai pihak *informed trader* dalam teori struktur mikro pasar (O'Hara, 1995). Hal ini tentu saja menyebabkan ketidakadilan pada transaksi yang terjadi di pasar modal. Oleh sebab itu, *market makers* (*dealer*) meningkatkan biaya asimetri informasi atau *adverse selection cost* pada *bid-ask spread* saham bersangkutan ketika terjadi peningkatan proporsi kepemilikan *blockholder* yang juga berarti likuiditas saham perusahaan akan semakin menurun. Namun, hasil penelitian ini telah menunjukkan bahwa *blockholder ownership* bukanlah merupakan bagian dari *informed traders*. Hal ini disebabkan oleh sebagian besar kepemilikan *blockholder* dimiliki oleh perusahaan investasi yang berinvestasi dalam jangka relatif panjang



dan tidak selalu mempertimbangkan untuk mendapatkan informasi yang superior dalam berinvestasi.

5. Kepemilikan Institusi asing (*foreign institutional ownership*) memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap *spread* saham syariah maupun non syariah serta *depth* saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Namun, *foreign institutional ownership* mempunyai pengaruh yang positif yang signifikan terhadap *depth* saham syariah pada perusahaan manufaktur.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi asing menurunkan likuiditas saham. Faktor yang menyebabkannya adalah kepemilikan saham oleh institusi yang besar meningkatkan tingkat asimetri informasi (Dennis and Weston, 2001; Agarwal, 2007; Rubin, 2007; Brockman and Yan, 2009). Oleh sebab itu, untuk menutupi kerugian-kerugian yang mungkin terjadi sebagai akibat dari perdagangan yang dilakukan oleh pihak *foreign institutional ownership* yang dianggap sebagai *informed traders* maka *market makers* (*dealer*) meningkatkan biaya asimetri informasi atau *adverse selection cost* pada *bid-ask spread* saham bersangkutan yang juga berarti likuiditas saham perusahaan akan semakin menurun. Namun, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Levine dan Zervos (1998) dan Bekaert et al. (2002) yang menunjukkan bahwa likuiditas pasar meningkat setelah liberalisasi pasar saham dalam perekonomian yang sedang tumbuh. Selain itu, Bekaert et al. (2007) juga menunjukkan pengaruh yang positif dari tingkat keterbukaan atas para investor asing terhadap likuiditas pada pasar modal yang sedang berkembang.



6. Hasil penelitian ini juga menyatakan bahwa volume perdagangan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* dan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *depth* saham syariah maupun saham non syariah perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Easley et al., (1996, hal. 1428) yang menyatakan bahwa pada saham-saham yang memiliki volume transaksi tinggi (aktif diperdagangkan), tingkat kehadiran *informed trader* lebih rendah dibandingkan tingkat kehadiran *liquidity trader*. Oleh sebab itu, semakin tinggi volume transaksi semakin tinggi pula likuiditas saham (Corwin, 1999; Sarin dan Shastri, 2000; Frieder dan Martel, 2006).
7. Variabel harga saham memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* saham non syariah dan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *depth* saham non syariah perusahaan manufaktur. Hal ini berarti semakin tinggi harga saham non syariah, semakin likuid saham tersebut. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Haflin dan Shaw (2000), Sarin dan Sastri (2000), Attig (2004), Rubin (2007) dan Agarwal (2009). Semakin tinggi harga saham menunjukkan tingginya permintaan saham yang secara langsung menunjukkan tingginya aktivitas perdagangan saham tersebut. Semakin tinggi aktivitas perdagangan saham, semakin tinggi pula likuiditas saham tersebut. Akan tetapi, pada saham syariah variabel harga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham tersebut. Hal ini disebabkan oleh karakteristik jangka waktu berinvestasi investor saham syariah yang mungkin berbeda dengan saham non syariah. Sebagian besar investor saham syariah berinvestasi dalam jangka waktu yang relatif panjang dan menggunakan pendekatan fundamental dalam menganalisa saham, sedangkan investor saham non syariah berinvestasi



dalam jangka waktu relatif pendek dan menggunakan pendekatan teknikal dalam menganalisa saham.

8. Variabel *volatilitas return* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth*, baik pada saham syariah maupun saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori yang menyatakan bahwa *volatilitas return* secara tidak langsung juga dapat mengukur tingkat asimetri informasi antar pelaku pasar (Andersen, 1996). Semakin tinggi *volatilitas return*, semakin tinggi pula tingkat asimetri informasi (*adverse selection*) antar pelaku pasar. Semakin tinggi asimetri informasi, berarti semakin besar *bid-ask spread* yang terbentuk, sehingga dapat dikatakan bahwa semakin tinggi *volatilitas return*, semakin tinggi pula *bid-ask spread* yang terjadi (Corwin, 1999; Heflin dan Shaw, 2000; Sarin dan Shastri, 2000; Forde dan Rydge, 2006; Frieder dan Martel, 2006; Rubin, 2007). Pengaruh variabel *volatilitas return* yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth* ini disebabkan oleh kondisi Bursa Efek Indonesia yang pada waktu penelitian (2009-2010) sedang mengalami pertumbuhan (kenaikan) yang sangat tinggi karena terjadinya *panic buying* setelah pada tahun 2008 sempat terpuruk karena terjadinya *panic selling*. Oleh sebab itu, *volatilitas return* yang cukup tinggi pada saat itu tidak mencerminkan adanya *informed trader* yang ditimbulkan fenomena asimetri informasi yang berpengaruh terhadap likuiditas saham.

9. Variabel *market to book value* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *spread* dan *depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah pada industri manufaktur. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penemuan Blease et al. (2006) dan Rubin (2007). Menurut Blease et al. (2006) dan Rubin (2007), kenaikan *market to book* akan



menyebabkan kenaikan kesempatan pertumbuhan perusahaan dan juga akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan yang secara empirik tidak terbukti pada penelitian ini. Hal ini salah satunya disebabkan oleh sebagian besar pelaku pasar modal di Indonesia adalah spekulator yang tidak mempertimbangkan *market to book value* dalam bertransaksi saham.

10. Variabel kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* dan mempunyai pengaruh yang positif yang signifikan terhadap *depth* pada saham syariah perusahaan manufaktur. Dengan kata lain, dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham syariah. Hal ini sesuai dengan pendapat Grinstein dan Michaely (2005) yang menyatakan Kebijakan pembayaran dividen perusahaan juga mempengaruhi perilaku perdagangan *equity* perusahaan karena para investor tidak harus menjual saham yang dipegangnya untuk merealisasikan keuntungannya untuk perusahaan yang telah membayarkan dividennya. Kebijakan pembayaran dividen juga berkaitan dengan dengan *client* perusahaan (kelompok pemegang saham perusahaan), oleh sebab itu berhubungan dengan likuiditas saham perusahaan tersebut (Agarwal, 2009). Akan tetapi, berbeda dengan hasil temuan pada saham non syariah, pengaruh kebijakan dividen terhadap *spread* dan *depth* pada saham ini tidak signifikan. Ketidaksignifikanan ini dapat disebabkan oleh karakteristik investor saham non syariah yang berinvestasi dalam jangka relatif pendek dan lebih berani berspekulasi, bukan mengharapkan dividen perusahaan.

11. Variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *spread* saham non syariah dan juga memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *depth* saham syariah dan saham non syariah



pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Rubin (2007), Elton dan Gruber (1995), Frieder dan Martel (2006), dan Corwin (1999) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham. Stoll and Whaley (1983) menyatakan bahwa transaksi saham perusahaan besar lebih murah dibandingkan dengan perusahaan kecil karena tersedia banyak informasi tentang perusahaan tersebut yang tersedia di pasar dan para analis saham. Hal ini menyebabkan likuiditas saham perusahaan besar lebih tinggi dibandingkan dengan likuiditas saham perusahaan kecil.

Namun, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan *spread* saham syariah pada perusahaan manufaktur. Ketidaksignifikanan ini dapat disebabkan oleh pandangan investor bahwa risiko kebangkrutan perusahaan yang sahamnya termasuk saham syariah relatif rendah karena memiliki rasio hutang terhadap aset perusahaan tidak lebih dari 45%. Oleh sebab itu, perhatian investor atas perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang berbeda sama saja, sehingga tingkat asimetri informasi yang terjadi pada perusahaan ini juga relatif sama saja.

5.6.2. Implikasi Praktis

Implikasi praktis dari hasil temuan penelitian yang berkaitan dengan likuiditas saham syariah dan non syariah ini adalah sebagai berikut:

1. Adanya pengklasifikasian saham syariah dan non syariah ternyata belum mampu meningkatkan likuiditas saham syariah tersebut. Salah satu faktor penyebabnya adalah besarnya transaksi yang bersifat spekulatif yang dilakukan pelaku pasar modal baik pada saham syariah maupun non syariah. Oleh sebab itu, pihak berkepentingan dalam hal ini Bapepam dan



LK harus mencari solusi untuk mengurangi besarnya transaksi spekulasi di pasar modal, seperti pembatasan minimal periode investasi investor, melarang transaksi *margin* dan *short selling*. sehingga pasar modal yang terbentuk merupakan pasar modal yang benar-benar sesuai dengan syariah tidak hanya produk sahamnya saja. Selain itu kurangnya sosialisasi saham syariah juga menyebabkan investor tidak membedakan saham tersebut dengan saham non syariah.

2. Bagi Investor saham syariah, telah terbukti bahwa berdasarkan hasil penelitian ini variabel-variabel yang ada kaitannya dengan fundamental perusahaan (dividen, ukuran perusahaan) dan struktur kepemilikan perusahaan (kepemilikan institusi asing dan kepemilikan institusi) mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham syariah. Oleh sebab itu dalam berinvestasi, investor saham syariah dapat menerapkan pendekatan analisa fundamental terlebih dahulu kemudian diikuti pendekatan teknikal.
3. Adanya sistem *fee* transaksi yang dilakukan perusahaan efek terhadap para pialangnya menyebabkan para pialang untuk mendorong para investor, baik investor saham syariah maupun investor saham non syariah untuk melakukan transaksi sesering mungkin dan jangka pendek serta cenderung berdasarkan isu semata. Oleh sebab itu para investor harus berhati-hati dalam menerima rekomendasi beli maupun jual para pialangnya, agar supaya tidak terjebak pada spekulasi semata di pasar modal.

5.7. Keterbatasan Penelitian

Ada beberapa hal yang menjadi keterbatasan penelitian ini, diantaranya adalah sebagai berikut:



1. Penelitian ini dilakukan dalam waktu dan kondisi pasar yang sedang *bullish* (2009-2010), sehingga hasil penelitian ini tidak mampu digeneralisasi pada kondisi pasar yang sedang *bearish*.
2. Penelitian likuiditas saham syariah dan non syariah serta faktor-faktor determinannya ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur, sehingga hasil penelitian ini belum tentu bisa diterapkan pada saham-saham syariah dan saham non syariah perusahaan industri selain manufaktur.
3. Penelitian ini menggunakan variabel *institusional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institusional ownership* sebagai determinan likuiditas saham syariah maupun saham non syariah, dimana variabel-variabel ini masing-masing diukur dengan membandingkan masing-masing proporsi kepemilikan institusi, orang dalam, pemegang blok, dan institusi asing terhadap jumlah saham beredar. Namun, banyak perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini yang tidak memiliki kepemilikan yang dimaksud oleh variabel-variabel tersebut. Oleh sebab itu, sebagian besar dari variabel-variabel tersebut tidak signifikan.
4. Pengklasifikasian saham syariah dan saham non syariah dalam penelitian ini belum mampu mencerminkan secara utuh dan mendalam perilaku investor saham syariah dan saham non syariah serta perilaku perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah atau non syariah di pasar modal Indonesia.



BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan.

Berdasarkan hasil analisa dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV sebelumnya, maka beberapa kesimpulan yang dapat diambil pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. a. Pengklasifikasian saham syariah masih belum membuat likuiditas saham tersebut lebih baik dibandingkan saham non syariah. Hal ini ditunjukkan dengan *spread dan depth* (likuiditas) saham syariah yang tidak berbeda dengan *spread dan depth* (likuiditas) saham non syariah pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia.
- b. Besarnya jumlah para spekulan yang bertransaksi di Bursa Efek Indonesia, kurangnya pengetahuan investor tentang saham syariah, sistem perdagangan di bursa tidak mendukung penerapan syariah dalam proses transaksi saham, dan pandangan bagi perusahaan bahwa pengklasifikasian saham syariah tidak merupakan sesuatu prestisius bagi emiten (perusahaan) yang menyebabkan likuiditas saham syariah tidak lebih baik dibandingkan likuiditas saham non syariah.
2. Pelaku pasar modal tidak mempertimbangkan kepemilikan institusi (*institutional ownership*) sebagai pihak yang mengendalikan atau menguasai informasi perusahaan yang bersifat privat dan menimbulkan *adverse selection cost* pada komponen *spread*. Oleh sebab itu, keberadaan *institutional ownership* tidak menentukan peningkatan *spread* (penurunan likuiditas saham) baik pada saham syariah maupun



saham non syariah pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Akan tetapi, semakin tinggi kepemilikan institusi atas saham syariah mengakibatkan semakin rendahnya aktivitas (frekwensi) perdagangan saham tersebut yang berdampak pada semakin rendah kemampuan pasar dalam mentransaksikan saham tersebut dalam jumlah yang besar tanpa menyebabkan penurunan harga saham yang dalam (*depth*).

3. Pelaku pasar tidak mempertimbangkan kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) yang mengakibatkan probabilitas terjadinya *insider trading* dan tingkat asimetri informasi semakin besar. Dimana tingkat asimetri informasi adalah komponen *adverse selection cost* yang merupakan komponen dari likuiditas saham. Hal ini disebabkan oleh kondisi Bursa Efek Indonesia yang sedang *booming* dan besarnya dominasi kaum spekulator yang melakukan perdagangan di bursa efek indonesia, sehingga dalam melakukan transaksi perdagangan saham para pelaku pasar tidak mempertimbangkan *insider ownership* sebagai penentu *spread dan depth* (likuiditas) saham syariah dan saham non syariah.

4. Pelaku pasar tidak mempertimbangkan *blockholder ownership* sebagai pihak yang memiliki akses privat atas informasi perusahaan yang mempunyai nilai yang relevan bagi pemegang saham tersebut. Hal ini disebabkan oleh membaiknya kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini yang ditunjukkan dengan meningkatnya kepercayaan investor, baik domestik maupun asing dan faktor psikologis kebangkitan setelah kejatuhan bursa. Oleh sebab itu, *blockholder ownership* tidak menentukan *spread dan depth* (likuiditas) saham syariah maupun saham non syariah perusahaan manufaktur.



5. Masuknya investor institusi asing pada perusahaan manufaktur yang sahamnya termasuk klasifikasi saham syariah di Bursa Efek Indonesia mengakibatkan tingginya kemampuan pasar dalam mentransaksikan saham tersebut dalam jumlah besar tanpa menimbulkan kejatuhan harga saham tersebut (*depth*), khususnya saham perusahaan manufaktur yang diklasifikasikan saham syariah. Namun, fenomena ini tidak terjadi pada saham perusahaan manufaktur yang sahamnya termasuk klasifikasi saham non syariah. Peningkatan kepemilikan institusi asing (*foreign institutional ownership*) atas saham non syariah tidak berdampak pada meningkatnya *depth* saham non syariah perusahaan manufaktur. Selain itu, berdasarkan hasil penelitian ini, fenomena untuk mendapatkan informasi yang superior atau asimetri informasi tentang nilai perusahaan tidak terjadi berkaitan dengan meningkatnya kepemilikan institusi pihak asing baik pada perusahaan manufaktur yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah maupun saham non syariah. Oleh sebab itu, kepemilikan institusi asing (*foreign institutional ownership*) merupakan bukan faktor penentu *spread* saham syariah maupun saham non syariah.
6. Volume transaksi saham syariah dan non syariah yang tinggi pada perusahaan manufaktur menunjukkan besarnya *order* jual dan beli dari saham perusahaan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa saham tersebut cepat berputar atau berpindah tangan dan memiliki likuiditas yang tinggi. Selain itu volume transaksi saham yang tinggi menunjukkan *opportunity cost* yang rendah dalam memegang saham tersebut. Oleh sebab itu volume transaksi saham menentukan likuiditas saham syariah dan saham non syariah.
7. Sebagian besar investor saham non syariah adalah orang yang tingkat pemahaman dan pengamalan syariah Islam yang masih kurang dan



mempunyai kecenderungan berinvestasi yang sifatnya jangka pendek dan sangat memperhatikan pergerakan dan trend harga saham sebagai variabel yang digunakan pendekatan teknikal dalam menganalisa harga saham. Oleh sebab itu, harga saham merupakan faktor yang menentukan likuiditas saham non syariah pada perusahaan manufaktur. Berbeda dengan saham syariah, sebagian besar investor saham syariah adalah investor yang memegang saham tersebut dalam jangka yang relatif lebih panjang dibandingkan investor saham non syariah. Hal ini karena risiko kebangkrutan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah. Oleh sebab itu, pergerakan harga saham harian tidak menentukan likuiditas saham-saham syariah.

8. Volatilitas return yang cukup tinggi pada periode penelitian, yaitu pada saat kondisi Bursa Efek Indonesia *bullish* tidak mencerminkan adanya *informed trader* yang ditimbulkan fenomena asimetri informasi. Kondisi ini mengakibatkan pelaku pasar tidak mempertimbangkan volatilitas return sebagai faktor penentu *spread* dan *depth* (likuiditas) saham baik pada saham syariah maupun saham non syariah pada industri manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Indonesia.

9. Kondisi psikologis investor yang sedang mengalami euforia pasar modal yang mengalami kenaikan sangat tajam setelah kejatuhan bursa tahun 2008 dan besarnya peran para spekulator di Bursa Efek Indonesia, menyebabkan *market to book value* yang merupakan salah satu indikator pendekatan fundamental dalam menganalisa harga saham, tidak menjadi pertimbangan dalam berinvestasi. Oleh sebab itu *market to book value*



tidak menentukan *spread* dan *depth* (likuiditas) saham baik pada saham syariah maupun saham non syariah pada industri manufaktur.

10. Dividen saham merupakan salah satu komponen yang diharapkan oleh para investor dalam hal ini investor yang berinvestasi dalam jangka yang relatif panjang seperti investor saham syariah. Investor dalam jangka panjang, akan selalu memperhitungkan risiko kebangkrutan perusahaan yang ditimbulkan dari beban hutang perusahaan. Perusahaan yang sahamnya termasuk saham syariah rata-rata memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil dibandingkan perusahaan yang sahamnya tidak termasuk saham syariah. Investor yang berorientasi jangka panjang akan memilih saham syariah dalam berinvestasi. Oleh sebab itu, kebijakan dividen merupakan faktor yang menentukan likuiditas saham syariah pada perusahaan manufaktur. Sebaliknya, karakteristik investor saham non syariah yang berinvestasi dalam jangka relatif pendek, lebih berani berspekulasi dan mengharapkan *capital gain*, bukan dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan mengakibatkan pengaruh kebijakan dividen terhadap likuiditas saham non syariah tidak signifikan pada industri manufaktur.

11. Saham perusahaan besar lebih sering dan lebih mudah untuk diperdagangkan dari pada saham dari perusahaan yang ukurannya kecil di Bursa Efek Indonesia. Oleh sebab itu, ukuran perusahaan mempengaruhi kemampuan pasar dalam menyerap transaksi dalam jumlah yang besar tanpa menyebabkan jatuhnya harga saham tersebut (*depth*), baik pada saham syariah maupun saham non syariah perusahaan manufaktur. Selain itu, perusahaan besar memiliki perhatian yang lebih besar dari investor, terutama pada perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham non syariah rata-rata memiliki proporsi



hutangnya terhadap aset relatif besar, sehingga tingkat informasi asimetri dan *spread* saham perusahaan besar lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil. Namun, ukuran perusahaan bukan merupakan faktor penentu *spread* saham syariah. Hal ini disebabkan oleh sebagian besar investor yang berinvestasi dalam saham syariah adalah dalam jangka panjang yang memperimbangan faktor risiko kebangkrutan perusahaan dan kurang mempertimbangkan ukuran perusahaan sebagai faktor penentu *spread* saham syariah.

6.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini maka saran-saran yang dapat diberikan bagi pihak-pihak yang berkepentingan diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Peneliti Selanjutnya.

- Hendaknya penelitian selanjutnya dilakukan periode penelitian yang melingkupi kondisi pasar yang sedang *bullish* maupun *bearish*, sehingga dapat digeneralisasi pada tataran yang lebih luas dan dengan validitas yang lebih baik.

- Hendaknya penelitian likuiditas saham syariah dan non syariah serta faktor-faktor determinannya ini selanjutnya dilakukan pada di industri yang berbeda, tidak terbatas pada industri manufaktur saja. Sehingga dapat melengkapi dan memperkaya hasil penelitian yang berkaitan dengan likuiditas saham syariah dan saham non syariah.

- Hendaknya penelitian selanjutnya menggunakan pengukuran variabel *institutional ownership*, *insider ownership*, *blockholder ownership* dan *foreign institutional ownership* yang berbeda dengan penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan proporsi masing-masing jenis kepemilikan tersebut terhadap jumlah saham beredar secara keseluruhan. Namun,



banyak perusahaan yang tidak memiliki jenis kepemilikan institusi orang dalam, pemegang blok, dan institusi asing. Oleh sebab itu, penelitian selanjutnya disarankan menggunakan variabel *dummy* untuk menunjukkan keberadaan masing-masing jenis kepemilikan tersebut di perusahaan.

- Hendaknya penelitian selanjutnya memperkaya penelitian tentang saham-saham syariah yang masih jarang dilakukan di Indonesia seperti yang berkaitan dengan perilaku investor saham syariah dan perilaku perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan syariah dengan menggunakan metode penelitian kualitatif. Sehingga, dihasilkan pemahaman yang utuh dan mendalam tentang perilaku investor saham syariah dan perilaku perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan syariah di pasar modal Indonesia.

2. Investor

- Dalam berinvestasi, sebaiknya investor muslim menghindari spekulasi yang mengarah pada satu perjudian dan lebih memilih saham yang diklasifikasikan saham syariah yang umumnya memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah dibandingkan saham non syariah. Sehingga keberkahan atas harta yang dihasilkan dari investasi yang halal dapat dirasakan.

- Investor dalam mendapatkan informasi dari perantara pedagang efek (*broker*) yang merekomendasikan menjual atau membeli saham hendaknya menganalisa kebenaran informasi tersebut dengan baik dan tidak mudah percaya. Hal ini dikarenakan banyak para perantara pedagang efek (*broker*) yang mendorong para investor untuk berspekulasi dengan memberikan informasi yang tidak jelas kebenarannya dan relevansinya, sehingga investor akan lebih sering



untuk bertransaksi di Bursa Efek dan *transaction fee* yang diperoleh oleh broker akan lebih besar.

3. BAPEPAM dan LK

BAPEPAM dan LK sebaiknya membuat peraturan-peraturan atau undang-undang yang menjadi legitimasi pasar modal syariah. Sehingga dapat dikembangkan pasar modal yang benar-benar sesuai dengan syariah Islam yang dapat meniadakan praktek-praktek riba, maysir dan gharar, seperti yang terjadi pada pasar modal konvensional saat ini dimana aktivitas *short selling* dan *margin trading* yang menurut syariah Islam hukumnya haram masih diperbolehkan oleh pihak Bursa Efek Indonesia.

Dalam menentukan perusahaan yang sahamnya masuk dalam klasifikasi saham syariah seharusnya BAPEPAM dan LK tidak hanya menggunakan pendekatan kehalalan produk yang dihasilkan oleh perusahaan dan pendekatan pembatasan hutang dalam struktur modal perusahaan saja, akan tetapi BAPEPAM dan LK juga harus menilai bagaimana perusahaan tersebut dioperasikan oleh pihak manajemen, apakah sudah sesuai dengan syariah Islam atau tidak. Hal ini dikarenakan berdasarkan hasil penelitian ini menyatakan bahwa likuiditas saham syariah sama saja dengan saham non syariah yang berarti juga tingkat asimetri informasi pada perusahaan yang sahamnya termasuk klasifikasi syariah sama saja dengan yang non syariah.

BAPEPAM dan LK lebih giat lagi mensosialisasikan saham-saham syariah di pasar modal kepada praktisi pasar modal termasuk kepada investor-investor potensial dan kepada para akademisi di kalangan kampus.

DAFTAR PUSTAKA

- Agarwal, P. 2009. Institutional Ownership, Liquidity and Liquidity Risk, Dissertation, the Faculty of the Graduate School of Cornell University.
- Agarwal, S., Faircloth, S., Liu, C. and Rhee, S.G. 2009. Why do foreign investors underperform domestic investors in trading activities? Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Markets* 12: 32–53.
- Agarwal, R., Klapper, L. and Wysocki, P.D. 2005. Portfolio preferences of foreign institutional investors. *Journal of Banking and Finance* 29: 2919–2946.
- Ali, A., Durtchi, C., Lev, B. and Trombley, M. 2004. Changes in institutional ownership and subsequent earnings announcement abnormal returns. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 19: 221–248.
- Chapra, M.U. 2000. *The Future of Economics: An Islamic Perspective*. The Islamic Foundation, Leucester, United Kingdom.
- Al-Jauziyyah, Ibnul Qayyim. 1955. *A'lamul Muwaqqi'in*. Al-Maktabah at-Tijariyyah al-Kubra, Cairo, vol. iii.
- Al-Maraghiy, Ahmad Mustofa, 1970. *Tafsir al-Maraghiy*. Penerjemah Muhammad Thalib, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa dan Pustaka.
- Amidu, M. and Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios In Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7 (2): 136-145.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics* 17: 223–249.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. 1988. Liquidity and asset prices: financial management implications. *Journal of Financial Management* 17: 5–15.
- Amihud Y, Mendelson H and Lauterbach B. 1997. Market microstructure and securities values: evidence from the tel aviv stock exchange. *Journal of Financial Economics* 45: 365–390.
- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and stock returns: cross section and time-series effects, *Journal of Financial Markets* 5: 31-56.
- Anderson, T. 1996. Return volatility and trading volume: An information flow interpretation of stochastic volatility. *Journal of Finance* 51: 169-204.
- Antonio, Muhammad Syafi'i. 2001. *Bank Syariah dari Teori ke Praktek*. Gema Insani. Jakarta .
- Attig, N., W.M. Fong, Y. Gadhoum, and L.H.P. Lang. 2006. Effect of Large Shareholding on Information Asymetry and Stock Liquidity, *Journal of Banking and Finance* 30 (10): 2875-2892.
- Barclay, M. and Holderness, C. 1991. Negotiated block trades and corporate control, *Journal of Finance* 46, 861-878.
- Barclay, M. and Warner, J. 1993. Stealth trading and volatility: which trades move prices? *Journal of Financial Economics* 34, 281–305.
- Barclay, M. and Hendershott, T. 2004. Liquidity externalities and adverse selection: evidence from trading after hours, *Journal of Finance* 59, 681-710.
- Bekaert, G., Harvey, C.R. and Lundblad, C. 2002. Dating the integration of world equity markets. *Journal of Financial Economics* 65, 203–247.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., and Lundblad, C. 2007. Liquidity and expected returns: Lesions from emerging markets. *Review of Financial Studies* 20, 1783–1831.
- Bethel, J., Liebeskind, J. P. and Opler, T. 1998. Block share purchases and corporate performance, *Journal of Finance* 53, 650-653.



- Bhagat, S., A. Shleifer, and R. Vishny. 1990. Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-72.
- Bharath S, and Dittmar A. 2007. To be or not to be (public). *Working Paper*, University of Michigan Ross School of Business
- Blease, B., John R. Paul, and Donna L. 2006. Stock Liquidity and Investment Opportunities: Evidence from Index Additions, *Journal of Financial Management* 35 (3): 5–136.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex and Marcus, Alan J. 2006. *Investasi*. Edisi 6. Buku 1. Terjemahan. Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Bollen, Nicolas P.B., Tom Smith, and Robert E. Whaley. 2004. Modelling the Bid-Ask Spread: Measuring the Inventory holding Premium. *Journal of Financial Economics* (72): 97-141.
- Brennan, M., and Subrahmanyam. 1996. Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity on stock return, *Journal of Economics* 41: 441-464.
- Brigham, E.F. and Gapenski, L.C. 1996. *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition. The Dryden Press, Fort Worth.
- Brigham, E.F. and Houston. 2004. *Fundamental of Financial Management*. Tenth edition. South-Western.
- Brockman, P. Yan, X., 2009. Block ownership and firm-specific information. *Journal of Banking and Finance* 33, 208–316.
- Bushee, B.J., and Goodman, T.H. 2007. Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns. *Journal of Accounting Research* 45: 289–321.
- Chakravarty S. 2001. Stealth trading: which traders' trades move stock prices? *Journal of Financial Economics* 61, 289–307.
- Chan, H., and F.C. Nai. 1991. Structural and Return Characteristic of Small and Large Firms. *Journal of Finance* 46: 1467-1484.
- Chiang, R. and Venkatesh, P. C. 1988. Insider holdings and perceptions of information asymmetry: A note, *Journal of Finance* 43: 1041-1048.
- Corwin, SA, 1999. Differences in Trading Behavior across NYSE Specialist Firms, *The Journal of Finance* 54 (2): 721-745.
- Crockett, Andrew. 2008. Market Liquidity and Financial Stability. *Financial Stability Review* 11: 13-17.
- Darmadji, T. dan Fakhruddin, H. M. 2001. *Pasar Modal di Indonesia: pendekatan tanya jawab*. Jakarta: penerbit salemba empat.
- Darmansyah, Renold. 2005. *Analisis Performa Saham Syariah antara yang Konsisten dan yang Tidak Konsisten dalam Jakarta Islamic Index-JII (Studi Perbandingan)*. Tesis Program Pascasarjana PSKTTI-UI, Jakarta.
- Dennis, D., Sarin, A. 1999. Ownership and board structures in publicly traded corporations, *Journal of Financial Economics* 52: 187-223.
- Dennis, P.J. and Weston, J. 2001. Who's informed? An analysis of stock ownership and informed trading. *Working Paper*.
- Dunerv, A and E.H. Kim. 2003. To Steal or Not to Steal : Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Working Paper*
- Easley, David, Nicholas M. Kiefer, Maureen O'Hara, and Joseph B. Paperman. 1996. Liquidity, Information and Infrequently Traded Stock. *Journal of Finance* 51 (4): 1405-1436.
- Eleswarapu, V.R. 1997. Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market, *Journal of Finance* 52(5): 2113–27.



- Ellis, K. Michaely, R. and O'Hara M. 2000. When the underwriter is the market maker: an examination of trading in the IPO aftermarket, *Journal of Finance* 55(3): 1039-1074.
- Elton, E.F., and M.J. Gruber. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Fifth Edition. John Wiley & Sons, Inc.: New York.
- Fabozzi, F. Z. 2003. *Capital Market: Institutions and Instruments*, Third Edition. Prentice Hall. New Jersey.
- Faccio, Mara, Larry H.P. Lang and Leslie Young. 2001. Dividends and Expropriation, *American Economic Review* 91(1): 54-78.
- Farinha, Jorge, 2003. Dividend Policy, Corporate Governance And The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis, *Journal of Business, Finance & Accounting* 30, 1173-1209.
- Forde, C.C. and J. Rydge. 2006. Director holdings, Shareholder Concentration and Illiquidity *Working paper*, <http://www.cereg.dauphine.fr/UserFiles/File/FMQ16.pdf>. Januari 2013.
- Frensidy, B. 2012. Likuiditas, likuiditas dan likuiditas, *kontan.co.id*, 14 Mei 2012, diunduh jam 15.00.
- Frieder, L. and R. Martell. 2006. *On Capital Structure and The Liquidity of a Firm's Stock*, <http://finance.eller.arizona.edu/documents/seminars/2005-6/LFrieder.CapStructure-Liquidity04-06.pdf>. April 2012.
- Frieder, L., and A. Subrahmanyam, 2005, "Brand Perceptions and the Market for Common Stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40: 65-85.
- Gabaix, X., Gopikrishnan, P., Plerou, V. and Stanley, H.E. 2006. Institutional investors' and stock market volatility. *Quarterly Journal of Economics* 121: 461-504.
- Gitman, L.J., and J. Madura. 2001. *Introduction to Finance*. Addison Wesley Longman, Inc.: Boston.
- Glosten, L. R., and Milgrom, P. R. 1985. Bid-Ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics* 14: 71-100.
- Grinstein, Y., and Michaely, R. 2005. Institutional holdings and payout policy, *Journal of Finance* 60 (3): 1389-1426.
- Grossman, S., and O. Hart. 1986. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, University of Chicago Press, Chicago.
- Han, K.C., Lee, S.H., and Suk, D.Y. 1999. Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol.12: 53-62.
- Harahap, S. S. 2001, *Menuju Perumusan Teori Akuntansi Islam*, Pustaka Quantum.
- Harris, Larry. 2002. *Trading and Exchange: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford University Press.
- Hearth, D. and Zaima, J.K. 2004. *Contemporary Investments Security and Portfolio Analysis*, Fourth Edition Thompson. Ohio.
- Heflin, F. and Shaw, K.W. 2000. Blockholder Ownership and Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (4): 621- 633.
- Hirschey, Mark. 2001. *Investment: Theory and Application*. Horcourt College Publisher. New York.
- Huang, R. D., Stoll, H. R. 1997. The components of the bid-ask spread: a general approach, *Review of Financial Studies* 10: 995-1034.
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar-Dasar Portofolio dan Analisa Sekuritas*, UPP AMP-YKPN. Yogyakarta



Islahi, A. A. 1997. *Konsep Ekonomi Ibnu Taimiyah*. Cetakan Pertama, Bina Ilmu, Surabaya.

Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76: 323-339.

Jensen, Michael. G., and Meckling, W. H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.

Jones, Charles P. 2002. *Investment : Analysis and Management*. Eight Edition. John Wiley & Sons, LTD : New York.

Kaplan, S. 1989, "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics* 24: 217-154.

Ke, B. and Petroni, K. 2004. How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behaviour before a break in a string of consecutive earning increases. *Journal of Accounting Research* 42: 895-927.

Kihlstorm, R. 2001. Monopoly power in dynamic securities markets. *Working Paper*, The Wharton School, University of Pannsylvania

Keown, Arthur J. et al. 2005. *Manajemen Keuangan : Prinsip-prinsip dasar dan Aplikasi*. Jilid 2. Edisi Kesembilan Terjemahan. Gramedia. Jakarta.

Koewn, Arthur J., Scott Jr., Dafid F., Martin, John D., Petty, J. William, 2000, *Dasar Dasar Manajemen Keuangan*, edisi ke-7. Terjemahan. Salemba Empat, Jakarta.

Kothare, M. 1997. The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity: A comparison of rights and public offerings, *Journal of Financial Economics* 43: 131-148.

Kurniawan, T. 2008, Volatilitas Saham Syariah (Analisis Atas Jakarta Islamic Index). *Karim Review*. Special Edition, January 2008.

Kyle, A. 1985, "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica* 53: 1315-1336.

Lehmann, B. M. and D. M. Modest . 1994. Trading and liquidity on the Tokyo stock exchange: a bird's eye view. *Journal of Finance* 49(3): 951-984.

Levine, R. Zervos, S. 1998. Capital control liberalization and stock market development. *World Development* 26: 1169-1183.

Lin, J., Sanger, G., and Booth, G. G. 1995. Trade size and components of the bid-ask spread, *Review of Financial Studies* 8: 1153-1183.

Lofthouse, Stephen. 2001. *Investment Management*. Second Edition. John Wiley & Sons, LTD : New York

Madhavan, A. 2000. Market microstructure: A survey. *Journal of Financial Markets* 3(3): 205-258.

Madura, Jeff. 2003. *Financial Markets and Institutions*, Sixth Edition. South-Western, United States

McConnell, J. J. and Sarvaes, H., 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics* 25: 595-613.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20: 293-315 .

Muhammad, 2002. *Kebijakan Fiska dan Moneter dalam Ekonomi Islam*. Salemba Empat, Jakarta.

Nafik, M. 2008. *Bursa Efek dan Investasi Syari'ah: Kajian Pelanggaran Prinsip-Prinsip Syari'ah Pada Transaksi Bursa Efek Konvensional*. Amanah Pustaka. Surabaya



- Nugroho, B. A. 2006. Pengaruh Perbedaan Hubungan Fraksi Harga Saham Baru Terhadap Variabel Bid Ask Spread, Depth Dan Volume Perdagangan: Studi Pada Fraksi Harga 5,10,25 Dan 50 Di Bursa Efek Jakarta. Tesis, Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- O'Hara, Maureen. 1995. *Market Microstructure Theory*. Cambridge MA: Blackwell
- O'Hara, Maureen. 2003. Presidential address: liquidity and price discovery. *Journal of Finance* 58(4): 1335–1354.
- Ogden, J.P., F.C. Jen, P.F. O'Connor. 2002. *Advanced Corporates Finance Policies and Strategies*. Prentice Hall : New Jersey.
- Pinnuck, M. 2004. What is the abnormal return performance of mutual funds due to earnings information? *Working Paper*, University of Melbourne.
- Pritsker, M. 2002. Large investors, implications for equilibrium asset returns, shock absorption, and liquidity. *Mimeo*, Federal Reserve Board.
- Qardhawi, Yusuf. 2003. *Fi Fiqh al-Aqaliyyah al-Muslimah*. Kaherah: Dar I-Shuruq.
- Rachmayanti, Farida. T. 2003. *Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Terhadap Saham Konvensional (Sebuah Studi Perbandingan)*. Tesis Program Pascasarjana PSKTTI-UI, Jakarta.
- Reilly, F.K., and E.A. Norton. 2003. *Investment*, Sixth Edition, South-Western Thomson Corp : Ohio.
- Reilly, Frank K., and Keith C. Brown. 2000. *Investment Analysis and Portfolio Management* Sixth Edition. Orlando: Horcourt In.
- Reilly, F.K. and. Brown, K.C. 2003. *Investment Analysis Portofolio Management*. Seventh Edition. South-Western Thomson Corp: Ohio.
- Rhee, S.G and Wang, J. 2009. Foreign International Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking and Finance* 33: 1312-1324.
- Rosida, Esti. 2008. *Pengaruh Institutional, Insider dan Blockholder Ownership terhadap Likuiditas Saham Perusahaan Manufaktur 2004-2006*. Skripsi. Surabaya: Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
- Rubin, Amir. 2007. Ownership Level, Ownership Concentration, and Liquidity. *Journal of Financial Market* 10: 219-248.
- Safaruli, L. 2009. Pemegang Saham Mayoritas dan Likuiditas Saham Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Skripsi*, Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Airlangga, Surabaya.
- Sarin, A., Shastri, K.A, and Shastri, K., 2000. Ownership Structure and Stock Market Liquidity. *Working Paper*, University of Pittsburgh, USA.
- Sartono, A. 1998. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, edisi 3, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Prentice-Hall, USA.
- Setiawan, A. B. 2005. Perkembangan Pasar Modal Syariah. <http://iei.or.id/publicationfiles/Perkembangan%20Pasar%20Modal%20Syariah.pdf>, diakses 4 April 2013.
- Seyhun, H. N., 1986. Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics* 16: 189-212.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2): 737-783.
- Sias, R. 1996. Volatility and the institutional investors. *Financial Analyst Journal* (March/April), 13–21.
- Silalahi, Donaldson 1991. *Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Harga Saham (Studi Pada Pasar Modal di Indonesia)*, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya.



- Stoll, H.R., and P.E. Whaley. 1983. Transaction costs and the small firm effect, *Journal of Financial Economics* 12(1): 57–79.
- Stulz, R. 1999. Globalization of equity markets and the cost of capital. In: NBER *Working Paper*, 7021.
- Suyanto, M., 2009. Globalisasi Ekonomi dan Ekonomi Syariah Serta Perannya dalam Perekonomian Indonesia. *Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar pada STIMIK AMIKOM Yogyakarta*, Yogyakarta.
- Tandellin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi & Manajemen Portofolio*, BPFE, Yogyakarta.
- Tim Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia. 2010. *Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia*, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan, http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/kajian_pm/studi2010/pasar_sekunder_efek_syariah_di_pas ar_modal.pdf, diakses 4 april 2013.
- Vishwanath, R.and Krishnamurti, C., 2009. *Investment Management: A Modern Guide to Security Analysis and Stock Selection*. <http://www.springer.com/978-3-540-88801-7>.
- Wang, J., 2007. Foreign equity trading and emerging market volatility: Evidence from Indonesia and Thailand. *Journal of Development Economics* 84: 798–811.
- Xu, Y., Malkiel, B., 2003. Investigating the behaviour of Idiosyncratic volatility. *Journal of Business* 76: 613–644.
- Yuan, R., Xiao, J., Zou, H., 2008. Mutual funds' ownership and firm performance: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance* 32: 1552–1565.



Lampiran 1

Data Saham Syariah Perusahaan Manufaktur Tahun 2009-2010

No	Perusahaan	Tahun	INST	INSIDE	BLOCK	FINST	IVOLM	PRICE	VOLT	MARKTB	DEV	SIZE	Depth	Spread
1 A	Kemasindo Tbk	2009	0.79	0.01	0.65	0	13.3565	92.8912	0.0905	1.77	0	24.26	16.2154	0.119384679
2		2010	0.9507	0	0.8491	0.9507	9.5444	117.4360	0.0540	2.00	0	24.11	15.0540	0.201049973
3 A	Karya Prima Industri	2009	0.8102	0.0073	0	0.6325	9.3566	610.6904	0.0298	0.51	1	26.70	16.0865	0.151556832
4		2010	0.7637	0.0053	0	0.5663	14.5197	954.2793	0.0206	0.95	0	27.20	19.3803	0.017363028
5 A	mas Flat Glass	2009	0.8454	0	0.8454	0.4386	11.1903	1607.1967	0.0200	0.53	1	27.41	17.8042	0.023858986
6		2010	0.8454	0	0.8454	0.4386	12.9683	3295.3086	0.0328	1.37	1	28.55	19.0115	0.008404786
7 A	International	2009	0.5011	0.0004	0.5011	0.5011	15.3752	2354.15966	0.0465	3.52	1	32.58	22.0307	0.004151083
8		2010	0.5011	0.0004	0.5011	0.5011	15.2011	46749.7942	0.0221	4.48	1	33.03	21.9183	0.002665915
9 A	Otoparts	2009	0.9565	0.0004	0.9565	0	10.4612	3942.0502	0.0229	16.76	1	31.62	17.8884	0.023421939
10		2010	0.9565	0.0007	0.9565	0	11.8761	12792.1811	0.0716	13.93	1	31.62	19.2007	0.000556431
11 B	Kordsa	2009	0.6582	0.254	0.6021	0.6021	7.7832	1699.5816	0.0063	0.66	1	27.20	18.0947	0.158914901
12		2010	0.6582	0.254	0.6021	0.6021	8.7910	1595.0000	0.0348	0.38	1	25.73	16.7224	0.125148784
13 C	Tubindo	2010	0.8092	0.0003	0.755	0.8092	9.0768	2701.8519	0.0482	2.02	1	28.34	16.9329	0.132181349
14 B	Jaya Manunggal	2009	0	0.0958	0.5431	0	10.0274	951.1925	0.0540	0.77	0	24.63	15.8260	0.100103275
15		2010	0.7987	0.0953	0.7987	0.7987	14.9695	209.5267	0.0552	0.84	0	24.34	19.1372	0.032905592
16 D	Pertiwi Nusantara	2009	0.6687	0.0646	0.4967	0.1679	8.6642	383.7657	0.0389	1.41	0	25.75	15.7603	0.265351872
17		2010	0.6853	0.0627	0.4957	0.1842	11.0181	377.9012	0.0381	1.18	1	25.68	17.3187	0.097888486
18 D	-Varia Laboratoria	2009	0.9266	0	0.9266	0.9266	11.1071	1423.0126	0.0404	1.50	1	27.45	18.0848	0.055027082
19		2010	0.9266	0	0.9266	0.9266	11.0772	1527.0782	0.0439	2.15	1	27.95	17.5126	0.026690987
20 B	arma International	2009	0.7545	0	0.7545	0	15.1104	120.2259	0.0434	1.01	1	21.97	16.8658	0.02269772
21		2010	0.7545	0	0.7545	0	13.5629	192.9424	0.0336	1.34	1	25.68	17.4288	0.017951599
22 B	Shine Textile Industry	2009	0.7258	0	0.5897	0.1361	9.2350	56.9205	0.0242	0.71	0	25.92	15.2008	0.255563107
23		2010	0.7258	0	0.5897	0.1361	10.8168	77.2469	0.0443	0.71	1	25.92	15.8192	0.173753586
24 H	ia Indosyntec	2009	0.8438	0.0366	0	0.6529	9.1050	354.6444	0.0222	0.50	0	26.34	14.9208	0.259615385
25 K	o gar Jaya	2009	0.6751	0	0.6751	0	13.9904	103.5397	0.0368	0.65	1	25.62	17.1963	0.027958957
26		2010	0.8482	0	0.7942	0.7942	13.6131	161.9095	0.0238	0.92	1	26.12	17.4429	0.016513049
27 I	irido Kabel	2009	0.9306	0.001	0.8806	0.9306	9.0818	1099.0795	0.0434	1.01	1	25.93	16.7970	0.118276785
28		2010	0.9306	0.001	0.8806	0.9306	8.8679	1327.8189	0.0435	0.57	1	26.36	17.2030	0.221710631
29 I	wijaya Internasional	2009	0	0.4605	0	0	12.8800	204.0126	0.0603	0.24	1	24.29	17.1921	0.049515889
30		2010	0	0.4605	0	0	14.8586	215.2140	0.0432	0.35	0	24.52	19.2794	0.009611962
31 I	ama Syntetics	2009	0.5963	0	0.49	0.0863	12.3039	457.4268	0.0327	0.13	0	26.45	18.4199	0.113554677
32		2010	0.6157	0	0.5094	0.0863	11.9724	713.9300	0.0730	0.43	0	27.74	17.8947	0.076342593
33 I	ement Tunggal Prakasa	2009	0.6403	0	0.51	0.51	14.6786	7902.6151	0.0312	4.72	1	31.55	21.2289	0.009359846



34			2010	0.6403	0	0.51	0.51	15.0562	15934.9794	0.0221	4.49	1	31.70	21.7255	0.005152244
35	J	Pari Steel	2009	0.6842	0.1553	0.6842	0.6842	15.2187	273.0586	0.0425	0.73	0	26.02	18.5277	0.017191576
36			2010	0.6842	0.1553	0.6842	0.6842	15.5055	403.7037	0.0559	1.45	0	25.80	19.3093	0.009814245
37	K	wung Setia Industrial	2009	0.7481	0	0.7481	0.2581	12.6502	137.6025	0.0539	0.26	0	24.86	16.1884	0.065033879
38			2010	0.7481	0	0.7481	0.2581	14.3914	189.5885	0.0451	0.37	0	25.28	18.9633	0.044415117
39	K	ung Indah Can	2009	0.75	0.05	0.75	0.31	8.5728	103.8577	0.0401	0.22	0	23.31	13.8618	0.380758559
40			2010	0.75	0.05	0.75	0.31	10.8535	144.6626	0.0461	0.40	0	23.96	15.7256	0.153455839
41	K	Farma	2009	0.5674	0	0	0	16.6344	981.2762	0.0326	3.06	1	30.21	21.4738	0.01106049
42			2010	0.5674	0	0	0	17.4024	2244.0535	0.0270	6.14	1	31.13	22.9038	0.008808503
43	L	Metal Work	2009	0.577	0.0023	0.577	0.577	7.5756	2562.2385	0.0240	0.46	1	25.37	17.0899	0.175229754
44			2010	0.577	0.0023	0.577	0.577	7.9853	2900.1029	0.0337	0.80	1	26.06	16.9674	0.119071623
45	L	eng Makmur Industry	2009	0.7753	0.0002	0	0.5975	14.6033	163.9498	0.0672	0.54	0	26.10	17.7970	0.046449781
46			2010	0.7753	0.0002	0	0.5975	10.6805	257.4321	0.0538	0.68	0	26.33	19.0048	0.019636412
47	L	esh Prima	2009	0.3222	0.1409	0.2555	0.3222	7.3132	2818.6192	0.0170	0.63	1	23.94	16.4070	0.128700129
48			2010	0.3222	0.1409	0.2555	0.3222	7.6890	2061.2140	0.0623	1.01	1	24.57	16.1059	0.179376915
49	L	Prima Sejahtera	2009	0.2971	0	0.25	0.25	8.4118	998.2008	0.0394	0.25	0	23.87	16.4346	0.131938638
50			2010	0.2971	0	0.25	0.25	11.9763	1730.7202	0.0480	0.62	0	24.92	18.2863	0.076248824
51	N	strada Arah Sarana	2009	0.5	0	0.277	0.5	14.8903	171.7071	0.0356	0.86	0	27.86	19.0867	0.029372249
52			2010	0.447	0	0.277	0.447	16.6390	268.5679	0.0225	1.24	1	23.33	20.8233	0.016234719
53	N	k	2009	0.74	0	0.74	0.74	7.9388	55834.3096	0.0255	5.44	1	28.29	18.5139	0.10009828
54			2010	0.74	0	0.74	0.74	8.7116	79590.9465	0.0143	5.74	1	25.36	18.9705	0.058546305
55	N	ka Ratu	2009	0.8048	0.0003	0.7126	0.0922	15.0769	318.8326	0.0459	0.53	1	25.85	19.0678	0.032303729
56			2010	0.8024	0.0003	0.7126	0.8024	15.1471	471.6667	0.0376	0.82	1	26.35	19.9044	0.01551659
57	N	ra Indah	2009	0.3307	0	0.3293	0	12.4393	2042.2385	0.0247	2.18	1	28.87	19.1301	0.020737096
58			2010	0.3307	0	0.3293	0	13.0937	7389.3004	0.0290	4.14	1	29.74	20.0034	0.012137606
59	P	ujapersada	2009	0.2207	0.7	0.6647	0.2207	11.1014	330.0126	0.0508	0.40	0	25.96	17.5621	0.126807667
60			2010	0.2207	0.7	0.6647	0.2207	13.9712	86.5021	0.0337	0.30	0	25.68	16.1168	0.036619287
61	P	am Farma	2009	0.5385	0.2308	0.5385	0	15.2102	84.3682	0.0631	0.81	0	24.80	16.9039	0.023506335
62			2010	0.5385	0.2308	0.5385	0	16.1798	113.3498	0.0477	0.88	0	24.94	18.1202	0.014811887
63	R	Putra Globalindo	2009	0.4804	0	0	0.3258	9.8140	251.9247	0.0509	0.32	1	25.36	16.3453	0.10800228
64			2010	0.4804	0	0	0.3258	14.4472	173.8601	0.0403	0.35	1	25.48	17.2191	0.036457815
65	S	van Inti Pratama	2009	0.8233	0	0.36	0.095	12.7400	113.4895	0.0749	0.56	0	24.45	15.0011	0.116316887
66			2010	0.7283	0	0.36	0	10.4465	72.9012	0.0392	0.56	0	24.50	14.8592	0.084762401
67	S	laut	2009	0.961	0.0012	0.5294	0.8356	7.8240	95.2092	0.0162	0.91	0	25.36	13.2836	0.29787234
68	S	n Indonesia	2009	0.7733	0	0.7733	0.7733	16.6465	1081.5900	0.0345	3.58	0	30.11	21.3098	0.011264191
69			2010	0.8065	0	0.8065	0.8065	16.2041	2170.2469	0.0220	2.53	0	30.48	22.2264	0.009937668
70	S	n Gresik	2009	0.5101	0	0.5101	0	15.3834	5256.3808	0.0240	4.39	1	31.43	21.8926	0.008248205



71		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.7591	0	0.5101	0.249	15.9187	8671.1934	0.0203	4.67	1	31.66	22.7883	0.006796441
72	S	at Sempurna	2009	0.5813	0.0604	0.5813	0	11.3823	542.3431	0.0539	2.17	1	27.71	17.8648	0.174130352
73		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.5813	0.0604	0.5813	0	15.7507	1049.9588	0.0289	2.97	1	28.06	20.5325	0.010545014
74	S	ar Top	2009	0.5676	0.074	0.5676	0	11.6722	188.5900	0.0219	0.71	0	25.39	17.0167	0.042607338
75		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.5676	0.074	0.5676	0	11.8393	300.7613	0.0150	1.11	0	26.93	17.1858	0.024437579
76	T	om Indonesia	2009	0.79234	0.00184	0.60835	0.60835	10.2001	5922.5941	0.0238	1.85	1	23.12	18.4411	0.041737929
77		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.78801	0.00148	0.60835	0.60835	9.3720	7723.0453	0.0220	1.51	1	27.99	18.9013	0.041319019
78	T	lyta Indonesia	2009	0.7793	0.0651	0.7793	0	11.7854	2242.9289	0.0310	0.90	1	28.10	18.5739	0.05433103
79		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.7842	0.0628	0.7842	0	12.5016	2550.1235	0.0376	1.22	1	28.55	18.3127	0.023400715
80	T	Sentosa	2009	0.5946	0	0.2828	0	12.2963	186.3431	0.0382	0.54	1	27.15	17.4558	0.046260793
81		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.5946	0	0.2828	0	14.9750	217.6049	0.0331	0.62	1	27.37	19.3723	0.012034385
82	T	o Scan Pasific	2009	0.9511	0	0.9511	0	13.8435	599.4561	0.0267	1.36	1	28.82	19.2173	0.018630825
83		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.9503	0	0.9503	0	14.1399	1162.5926	0.0242	2.95	1	29.67	19.3158	0.011829116
84	U	Java Milk	2009	0.4682	0.1472	0	0.095	10.2777	647.7406	0.0267	1.36	1	28.11	17.0627	0.056369735
85		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.4662	0.1472	0	0.095	13.9963	908.1070	0.0498	2.69	0	28.88	18.2204	0.027941455
86	U	ver Indonesia	2009	0.85	0.00001	0.85	0.85	14.3793	9413.1799	0.0204	22.77	1	32.07	21.6928	0.008260056
87		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.85	0.00001	0.85	0.85	14.3788	14959.6708	0.0218	31.12	1	32.47	21.2289	0.006817653
88	Y	orima Hastapersada	2009	0.8947	0.00352	0.8947	0	11.8194	424.1213	0.0269	3.02	1	26.65	17.7844	0.043979021
89		Repository Universitas Brawijaya	2010	0.8947	0.00352	0.8947	0	11.8647	584.1564	0.0164	3.45	1	26.84	18.1721	0.025733887



Lampiran 2

Data Saham Non Syariah Perusahaan Manufaktur Tahun 2009-2010

No	Kode	Perusahaan	Tahun	INST	INSIDE	BLOCK	FINST	VOLM	PRICE	VOLT	MARKTB	DEV	SIZE	Depth	Spread
1	ADES	Indonesian International	2009	0.9453	0	0.9194	0.9453	13.73766	547.113	0.063646	5.534147	0	26.65693	17.76865	0.025628
2			2010	0.9385	0	0.9194	0.9385	13.7622	887.9012	0.051012	9.568001	0	27.58564	18.23327	0.021021
3	ADMO	Indonesia	2009	0.8992	0	0.289079	0.253117	16.48093	99.5272	0.06012	0.47826	0	26.9793	18.11181	0.016489
4			2010	0.8992	0	0.289079	0.253117	16.35721	165.3704	0.075824	0.669314	0	27.4521	19.40955	0.015822
5	ALMI	Light Metal Industry	2009	0.8098	0.0159	0.321	0	13.34794	618.8912	0.062364	0.393278	0	25.92573	17.61854	0.041381
6			2010	0.8383	0.0161	0.321	0	11.80808	604.6091	0.031236	0.511503	0	26.27901	17.16544	0.03758
7	DAVO	Abadi	2009	0.7985	0	0	0.7985	15.82723	68.61088	0.023301	1.387613	0	27.15328	17.73196	0.021912
8			2010	0.7985	0	0	0.7985	16.21963	69.95062	0.033885	0.950703	0	27.54533	18.1442	0.015304
9	DLTA	Porta	2009	0.846	0	0.846	0.846	7.984109	387.69.04	0.03534	1.718664	1	27.62381	18.52926	0.083525
10			2010	0.846	0	0.846	0.583	7.521137	86458.23	0.021223	3.25567	1	28.28417	18.70841	0.056414
11	CEKA	Bar	2009	0.9201	0	0.8702	0.9201	10.09394	1090.569	0.044353	1.233403	1	26.64182	17.41482	0.152857
12			2010	0.9201	0	0.8702	0.9201	9.477732	1207.984	0.039135	0.915376	1	26.36739	16.50469	0.100626
13	DOID	Ma Makmur	2009	0.4515	0	0.4005	0.4005	16.65683	1093.619	0.045435	59.5132	0	30.07126	21.68235	0.011042
14			2010	0.4005	0	0.4005	0.4005	17.65052	1166.979	0.037086	80.39597	0	30.02277	22.32119	0.009195
15	DYNA		2009	0.7437	0.0069	0.5311	0.178	9.585728	798.7448	0.027691	0.572968	1	26.25176	17.00065	0.149998
16			2010	0.7546	0	0.6675	0.3537	11.50251	1643.786	0.032403	2.74923	1	27.72767	18.40872	0.133796
17	FASW	Wisesa	2009	0.754	0	0.524	0	11.36253	1483.013	0.017555	2.50199	0	29.00843	19.04913	0.09741
18			2010	0.7574	0	0.5244	0	13.74693	2084.486	0.025066	3.934573	1	29.59448	19.72483	0.003549
19	GGRN	ram	2009	0.7306	0.008	0.668	0	13.65398	11258.68	0.032528	2.265607	1	31.35585	20.55026	0.007425
20			2010	0.7558	0.008	0.6929	0	10.46304	34997.94	0.024515	3.630841	1	31.97435	21.30555	0.003648
21	GJTL	gal	2009	0.6184	0.0008	0.4483	0.6172	15.35235	308.5439	0.039635	0.55456	0	28.02377	19.41435	0.01891
22			2010	0.5901	0.0008	0.4889	0.5889	16.89565	1304.506	0.041489	2.272741	1	29.71234	21.68645	0.011127
23	IKAI	Alamasy Industry	2009	0.7428	0.0367	0.7428	0.289	9.107035	1201.59	0.030282	2.34023	0	27.30168	16.41893	0.150163
24			2010	0.7428	0.0367	0.7428	0.289	15.80597	223.963	0.051058	0.345324	0	25.47973	19.11025	0.008504
25	IMAS	Sukses Internasional	2009	0.931	0	0.7263	0	7.937375	916.7364	0.032593	1.541243	0	27.23655	14.69804	0.198932
26			2010	0.9337	0	0.698	0	11.86975	3264.218	0.064381	6.169972	0	29.69548	17.94249	0.031701
27	INAI	inium Industry	2009	0.6586	0	0.2921	0	15.40597	213.2176	0.066586	0.533952	0	24.25127	18.429	0.051947
28			2010	0.6586	0	0.2921	0	14.76255	272.7819	0.040677	0.71543	0	24.76574	18.72832	0.02477
29	INDF	ukses Makmur	2009	0.5005	0.000523	0.5005	0.5005	17.5427	2016.339	0.032246	3.069325	1	31.07049	22.62019	0.009157
30			2010	0.5005	0.000423	0.5005	0.5005	16.89725	4278.395	0.021562	2.550219	1	31.38767	23.13834	0.00704
31	INDS		2009	0.8746	0	0.8741	0	8.348117	1384.895	0.040588	0.294445	1	24.60397	16.37939	0.237441
32			2010	0.8746	0	0.8746	0	8.368536	4480.453	0.070214	1.73229	1	26.69898	16.86209	0.125599
33	INKP	Pulp & Paper	2009	0.5272	0	0.5272	0	15.93913	1475.397	0.035173	0.531033	0	29.88436	20.46164	0.008535
34			2010	0.5272	0	0.5272	0	15.51804	2018.498	0.026259	0.496751	0	29.82518	21.0005	0.009604
35	JECC	ole Company	2009	0.9015	0	0.5257	0.3999	13.73439	389.8745	0.063177	0.722737	0	25.02852	17.80835	0.070298



Lampiran 3

Transkrip Hasil Diskusi

Transkrip Hasil Diskusi dengan Leo Herlambang

Diskusi Peneliti (P) dengan Leo Herlambang (LH) direktur utama PT. Jatim Investment Management, pemilik lisensi Manajer Investasi dan juga dosen departemen ekonomi syariah di FEB Universitas Airlangga Surabaya.

P : Dari hasil penelitian secara kuantitatif diperoleh bahwa likuiditas saham syariah dari segi *depth* dan *spread* sama saja dengan likuiditas saham non-syariah pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia, mengapa hal ini bisa terjadi?

LH : Secara umum saham syariah mempunyai risiko yang *relative* lebih rendah dibandingkan dengan saham non syariah karena pada perusahaan yang sahamnya dikategorikan saham syariah memiliki struktur modal yang rasio hutang terhadap asetnya dibatasi. Akan tetapi berdasarkan penelitian yang telah saya lakukan bahwa perusahaan yang mempunyai rasio hutang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaannya.

P : Bukankah ada beberapa perusahaan manufaktur yang memiliki struktur hutang yang mungkin rendah tetapi tidak termasuk kategori syariah karena memproduksi barang yang diharamkan seperti rokok ?

LH : Iya, tetapi investor dalam menganalisis saham melihat prospek perusahaan ke depan artinya nilai perusahaan (*the value of the firm*) ditentukan oleh prospek perusahaan tersebut ke depan. Biasanya saham saham yang memiliki prospek ke depan yang bagus adalah perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar seperti Unilever. Perusahaan seperti inilah yang memiliki keunggulan-keunggulan seperti merk-merk produk yang tidak nilainya tidak tampak pada laporan perusahaan dan nilai tersebut cukup besar. Sebagai contoh investor lebih memilih membeli saham Unilever dibandingkan



PT. Siantar Top meskipun saham unilever sudah memiliki PE ratio yang jauh lebih tinggi sekitar 30 kali dan Siantar Top berkisar 10 kali.

P : Apakah para investor mempertimbangkan saham syariah pada awal mereka berinvestasi?

LH : Untuk saat ini, kalau mereka belajar, saya rasa mereka telah mempertimbangkannya.

P : Akan tetapi periode penelitian ini adalah dari tahun 2009 sampai dengan 2010, apakah pada waktu itu investor sudah mempertimbangkan saham syariah dalam berinvestasi?

LH : Saya kira sudah tetapi bukan sesuatu hal yang dominan. Saat ini dipasar modal Indonesia hanya ada 25 perusahaan yang menguasai nilai kapitalisasi pasarnya hingga 60 % dan hanya sedikit sekali perusahaan yang sahamnya dikategorikan syariah termasuk di dalamnya. Mayoritas adalah saham-saham yang termasuk industri perbankan, keuangan dan pertambangan yang tidak masuk dalam saham non syariah.

P : berdasarkan hasil pengujian likuiditas saham syariah tidak berbeda dengan likuiditas saham non syariah, apakah ini berkaitan dengan periode penelitian ini 2009-2010 dimana pada waktu itu kondisi pasar sedang mengalami kenaikan yang signifikan setelah terjadi kejatuhan pada tahun 2008 sehingga investor yang beragama Islam maupun yang non Islam pada saat itu berbondong bondong masuk ke pasar modal tanpa membedakan saham syariah atau bukan syariah?

LH : Iya, pada waktu itu banyak investor yang masuk ke pasar modal berinvestasi tanpa membedakan apakah saham itu saham atau tidak syariah. Masyarakat muslim yang berinvestasi dipasar modal Indonesia belum sampai taraf mempertimbangkan sesuai pada prinsip syariah atau tidak.

P : Apakah juga karena sebagian besar investor di pasar modal Indonesia sebagian besar non muslim?



LH : Saya rasa secara jumlah investor lebih banyak muslim, tetapi secara jumlah transaksi memang jumlah transaksi yang dilakukan oleh non muslim jauh lebih besar dibandingkan dengan yang dilakukan oleh investor yang muslim.

P : Berarti yang menggerakkan pasar tersebut adalah sebagian besar adalah investor yang non muslim?

LH : Iya, non muslim yang sebagian besar spekulator, tentunya tidak membedakan saham syariah maupun non syariah, bagi mereka saham yang harganya sedang bergerak itulah yang mereka cari dan itulah yang namanya spekulator.

P : Jadi, menurut bapak pelaku pasar modal di Bursa Efek Indonesia apakah sebagian besar adalah para spekulator?

LH : Iya, sebagian besar adalah para spekulator. Ada tiga jenis spekulator diantaranya adalah, orang-orang yang berjiwa penjudi yang setiap hari di depan monitor, para broker yang membantu para investor untuk bertransaksi di pasar dan memotivasi investor untuk melakukan transaksi dengan cepat dengan informasi yang tidak jelas atau berdasarkan rumor karena semakin sering investor yang menjadi *client* broker tersebut bertransaksi maka semakin banyak komisi yang diterima broker tersebut. Jadi Broker lebih senang memiliki *client* yang lebih sering bertransaksi atau investor jangka pendek, tidak investor jangka panjang dan akan terus mendorong investor untuk bertransaksi di pasar yang secara tidak langsung mendorong para investor untuk berspekulasi. Yang ke tiga *hot money* yaitu masuknya investor asing ke pasar modal Indonesia yang menimbulkan pasar lebih bergejolak.

P : Yang kami teliti saat ini likuiditas saham diantaranya adalah *spread*, dimana apabila saham tersebut sering diperdagangkan maka *spread*-nya kecil sedangkan yang jarang diperdagangkan *spread*-nya lebar, bukankah begitu?

LH : Iya, sebentar dulu. Tadi kita berbicara tentang para spekulator. Sekarang kita akan berbicara tentang siapa yang bukan para spekulator. Ada beberapa pihak yang bukan spekulator. Pertama adalah pihak yang



berinvestasi saham dalam jangka panjang. Kedua adalah investor yang secara umum diundi dana seperti dana pensiun, reksaana, asuransi yang melakukan transaksi hanya sekali kali saja. Jika investor ini semakin hari semakin besar, maka spread saham-saham akan semakin lebar. Ada beberapa saham yang mempunyai spreadnya lebar lebar akan tetapi perusahaan ini adalah perusahaan yang besar seperti Unilever. Hal ini terjadi sebagian besar adalah investor dalam jangka panjang sehingga saham yang ditransaksikan dibursa hanya sedikit meskipun saham beredaranya besar. Disamping itu ada juga perusahaan yang sahamnya spreadnya tinggi karena memang tidak diminati oleh investor. Selain itu para investor dalam bertransaksi di pasar juga melihat siapa dibalik perusahaan tersebut artinya nama baik pihak pengelola perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam bertransaksi saham. Biasanya perusahaan-perusahaan kecil pihak manajemennya masih terkait dengan pihak pemilik atau pendiri perusahaan sehingga pihak investor tidak begitu percaya yang diberikan oleh pihak manajemen, artinya tingkat asimetri informasi perusahaan tersebut relatif besar.

P : Apakah ini ada kaitannya dengan ukuran perusahaan dengan asimetri informasi? Artinya perusahaan yang ukurannya besar tingkat asimetri informasinya kecil sedangkan perusahaan kecil tingkat asimetri informasinya cenderung kecil?

LH : Iya, tapi tidak sepenuhnya benar. Contohnya adalah perusahaan group Bakrie yang ukuran perusahaan relative besar akan tetapi perusahaan group bakrie yang sahamnya sangat sensitive dengan isu isu politik sehingga harga saham saham group bakrie pun sangat sangat berfluktuasi sesuai dengan isu-isu atau rumor politik yang berada di pasar.

P : Tadi dikatakan bahwa di pasar banyak para spekutor, bagaimana dengan pandangan islam, apakah Islam memperbolehkan spekulasi semacam yang bapak terangkan tadi? Bukankah islam mengharamkan spekulasi tersebut?



LH : Tergantung kadar spekulasinya, semua itu tergantung niatnya. sebagai contoh waktu yang lalu saya membeli saham roti Sari Roti dengan harga Rp 2.175, tapi dengan perhitungan perhitungan seperti hampir semua minimarket sekarang menjual produk sari roti artinya perusahaan sari roti memiliki prospek yang baik pada masa yang akan datang dibandingkan indomie yang tidak praktis. Kemudian saya menentukan bahwa dalam satu bulan keuntungan saya 5%, ternyata baru 1 hari sahamnya naik 15% maka pada hari itu juga saya menjual saham tersebut dan menurut saya itu bukan berspekulasi. Menurut saya spekulasi itu tergantung dari niatnya, kalau saya membeli saham dengan maksud menjaga harga saya maka bisa dikatakan saya tidak berspekulasi.

P : Ada definisi spekulasi yang menyatakan bahwa tindakan untuk bertransaksi tanpa adanya informasi yang cukup dan jelas, menurut bapak bagaimana?

LH : Iya benar, tapi saya tidak setuju bahwa pandangan bahwa spekulasi adalah tindakan berinvestasi tidak dalam jangka panjang karena *timing* keuntungan terjadi sewaktu waktu.

P : Berarti apakah teknikal analisis bukanlah spekulasi?

LH : Teknikal analisis bukanlah spekulasi, dimana dengan teknikal analisis kita mencoba untuk mengetahui kapan harga suatu saham mencapai titik tertinggi dan terendah. Kalau berada di titik paling rendah ya harus dibeli

P : Akan tetapi, apakah apabila saham naik turun yang disebabkan orang yang melakukan jual beli yang dilakukan oleh orang-orang yang menggunakan teknikal analisis dalam berinvestasi saham, meskipun kondisi real perusahaan tidak terjadi apapun?

LH : Hal ini berbeda kalau mereka hanya berada dibalik monitor ketika barang bergerak mereka ikut melakukan transaksi tanpa sesuatu hal yang jelas itu yang dinamakan spekulator atau ikut-ikutan tanpa adanya informasi yang jelas. Pergerakan harga dipasar juga sangat dipengaruhi oleh pedagang besar yang bisa menggerakkan pasar. Apakah kita mengikuti mereka termasuk spekulasi?



P : Sepanjang mereka bertransaksi dengan informasi yang jelas, seperti PE ratio atau Market to book value saya rasa tidak. Ada ahli menyatakan bahwa yang dimaksud spekulasi adalah transaksi yang mendekati zero *sum games*.

LH : Menurut saya spekulasi akan buruk kalau mendekati judi. Saya katakan kalau judi itu tidak terbatas. Contoh saya pernah membeli saham dengan harga Rp 1300 siang Rp 2.000, beli lagi 2300, jual lagi 2.500 dan terus perdagangannya dihentikan, jika saya tidak tahu informasi akan perusahaan tersebut maka pada waktu itu saya berjudi tapi karena saya rasa saya berjudi.

P : Jadi apa perbedaan antara spekulasi dan judi?

LH : Kalau judi pasti ada yang kalah dan ada yang menang sedangkan spekulasi tidak. Jadi spekulasi itu mendekati investasi. Tetapi spekulasi yang mendekati perjudian sebagai contoh adalah jika saya tidak memiliki uang dan melakukan *short selling* dan margin trading. Artinya menjual tanpa punya barang.

P : Jadi pasar modal ini terdiri investor yang dikatakan sebagai penjudi atau spekulator yang menurut bapak tadi tidak diharamkan?

LH : Saya tidak tahu persis, akan tetapi saya melihat 3 hal mengarah ke perjudian. Investor yang tidak tau informasi tetapi melakukan transaksi, para broker yang mendorong investor untuk melakukan transaksi sesering mungkin dan banyaknya *hot money* yang masuk. Hal ini mendorong orang melakukan perjudian di pasar modal. Jadi masalah spekulasi yang dilarang adalah yang mendekati perjudian.

P : Menurut Syaefi Antonio, spekulasi yang diharamkan dan tidak diharamkan dapat dilihat dari kadar spekulasinya.

LH : Semua bisnis mengandung ketidakpastian dan berbisnis dalam islam berdasarkan ketidakpastian. Sebagai contoh bunga itu adalah kepastian dan itu tidak diperbolehkan oleh Islam, karena ini tidak berkaitan dengan pembagian risiko.



P : Hasil penelitian menyatakan bahwa faktor fundamental dan teknikal perusahaan seperti kebijakan dividen (fundamental), harga, volume, kapitalisasi pasar (teknikal) berpengaruh terhadap likuiditas saham syariah, sedangkan pada faktor fundamental perusahaan tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham non syariah, hanya faktor teknikal saja yang berpengaruh. Apakah hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar investor yang berinvestasi dalam saham syariah adalah investor yang berorientasi jangka panjang dalam berinvestasi?

LH : Iya benar. Para Investor yang beragama islam maupun yang tidak beragama islam membeli saham saham syariah untuk berinvestasi dalam jangka panjang. Mungkin meskipun PE ratio saham saham ini relatif tinggi mereka akan membelinya karena mereka berinvestasi dalam jangka panjang. Akan tetapi mereka tidak membeli saham yang mempunyai *debt to equity* nya tinggi karena risiko tinggi.

P : Kepemilikan institusi tidak signifikan pengaruhnya terhadap likuiditas saham non syariah, sedangkan kepemilikan institusi pengaruhnya signifikan terhadap likuiditas (depth) saham syariah. Institusi termasuk dana pensiun dll.

LH : Iya, karena institusi yang membeli saham syariah adalah dalam jangka panjang jadi pengaruhnya signifikan

P : Kepemilikan asing mengakibatkan depth saham syariah semakin meningkat. Apakah hal ini disebabkan oleh banyaknya *follower* yang mengikuti pihak asing yang berinvestasi pada saham syariah, sehingga daya serap pasar terhadap saham syariah tersebut meningkat?

LH : Iya, salah satunya itu.

P : Jika investor asing berinvestasi pada saham syariah maka investor tersebut berinvestasi relatif panjang karena investor asing pun tentu saja akan melihat *debt to equity ratio* kalau mereka berinvestasi relatif panjang. Bukankah begitu?

LH : Iya, setiap institusi yang ada kepemilikan institusi asing maka saham tersebut tentunya lebih likuid, karena investor domestik berargumentasi bahwa jika investor asing berani dan percaya atas saham tersebut



kenapa investor domestik tidak percaya. Dan mayoritas saham saham yang dimiliki oleh asing memiliki kecenderungan menaikkan harga yang lumayan besar.

P. : Ukuran perusahaan tidak signifikan terhadap spread saham syariah. Hal ini berarti didalam saham syariah besar kecil perusahaan tidak mempengaruhi tingkat asimetri pada perusahaan yang sahamnya dikategorikan syariah. Apakah karena ada kaitannya dengan *debt to equity ratio* perusahaan yang sahamnya dikategorikan saham syariah yang relatif kecil yang berarti resiko kebangkrutannya relatif kecil?

LH : Salah satunya itu, dalam Islam jika berinvestasi tidak dilihat besar kecilnya perusahaan dulu yang pertama dilihat adalah *debt to equity ratio*nya dulu. Karena berinvestasi dalam jangka relatif panjang jadi kita tidak boleh iri dengan perusahaan yang besar dan mempunyai *debt to equity ratio* yang besar. Jadi sebagai seorang yang menerapkan prinsip syariah dalam berinvestasi akan mempertimbangkan faktor risiko kebangkrutan atau yang utangnnya tinggi. Islam juga mengajarkan untuk berinvestasi dengan prinsip kehati-hatian atau tidak berspekulasi.

P. : Saham syariah sudah diperkenalkan sudah lama, akan tetapi proses transaksi di pasar modal tidak mendukung prinsip transaksi sesuai dengan syariah seperti *short selling* dan *margin trading*. Apakah seperti itu?

LH : Iya, yang namanya manusia ya seperti itu.

P. : Apakah bursa bisa menerapkan transaksi yang sesuai dengan syariah?

LH : Saya kira bisa, karena sekarang sudah dikembangkan sistem perdagangan *on line* yang menyediakan khusus perdagangan saham syariah yang tidak ada fasilitas *short sell* dan *margin trading*. Jadi sistem perdagangan saat ini sudah meminimalkan transaksi seperti itu.

P. : Akan tetapi spekulasi di Bursa Efek Indonesia sangat tinggi karena memang tidak ada pembatasan lamanya berinvestasi di pasar modal di Indonesia, tidak seperti di Malaysia yang membatasi investor asing harus berinvestasi di pasar modal Malaysia minimal 6 bulan.



Transkrip Hasil Diskusi dengan Isma Swadjaja

Diskusi Peneliti (P) dengan Isma Swadjaja (IS) seorang pegawai PT. Bursa Efek Indonesia di Surabaya dan dosen tidak tetap di MM FEB UA, yang memahami investasi pada saham syariah.

P : Hasil penelitian secara kuantitatif diperoleh bahwa likuiditas saham syariah sama saja dengan saham non syariah. Beberapa alasan mengapa hal ini terjadi adalah yang pertama berkaitan dengan perkembangan bursa efek Indonesia yang sangat tinggi pada periode penelitian yaitu tahun 2009-2010 rata-rata 60%. Kita tahu bahwa pada waktu itu setelah terjadi kejatuhan bursa pada 2008 karena kepanikan investor, memasuki tahun 2009 maka investor dan spekulator berbondong-bondong masuk ke pasar kembali dan tanpa memperdulikan apakah saham itu termasuk saham syariah maupun non syariah, bukankah begitu.

IS : Iya, memang pada waktu pasar modal tembus ekspektasi pada tahun 2009 dan 2010.

P : Apakah benar peran spekulasi begitu besar terhadap perkembangan pasar modal pada waktu itu?

IS : Sebagian besar orang-orang yang berspekulasi mempunyai jangka waktu yang pendek atau *temporal* dan hal ini didorong oleh perilaku para pialang atau broker yang mendorong para investor untuk berinvestasi dalam jangka pendek karena semakin sering investor bertransaksi semakin besar fee yang mereka peroleh. Sehingga hal ini menjadi *trigger* mengapa orang-orang yang baru berinvestasi senang menjadi pelaku yang *short term* karena jarang diberikan investasi yang *long term* kecuali reksadana itupun sering kecolongan ada reksadana yang manajer investasinya melakukan transaksi dalam jangka pendek. Sebagai contoh BNI Securities. Banyak pengakuan investor yang memang belum pernah mendapatkan wawasan tentang investasi jangka panjang seperti yang saya jelaskan tadi dari para brokernya. Menurut pelaku pasar, para brokernya selalu menekan mereka untuk



melakukan *profit taking*, *short sell*, dll. Prilaku *broker* inilah yang terjadi di pasar modal sekarang. Sehingga investor di Indonesia adalah sangat reaktif terhadap isu-isu yang terjadi di pasar itu sebagai contoh pada waktu kasus *subprimary mortgage* adalah salah satu indikator bahwa di pasar banyak sekali pihak yang berspekulasi. Sehingga pada waktu itu bursa sempat dihentikan untuk menghindari kejatuhan bursa dan pergerakan harga saham dibatasi untuk menghindari transaksi spekulatif yang besar besaran

P : Harga detik demi detik selalu bergerak apakah itu juga menunjukkan banyaknya orang yang berspekulasi di pasar modal ?

IS : Iya, itu adalah tindakan para spekulan yang *short term*. Karena *knowledge* investor masih sangat kurang maka tindakan mereka kadang kadang aneh menurut pandangan saya.

P : Maksudnya anehnya bagaimana?

IS : Anehnya analisa saham yang seharusnya menggunakan fundamental dan teknikal tapi pada kenyataannya ada mereka menggunakan yang menurut saya bukan termasuk fundamental maupun teknikal. Mereka bertransaksi hanya melihat berdasarkan siapa pelaku pasar yang sedang melakukan transaksi atau yang dikatakan mereka adalah sebagai *follower*. Mereka menganggap pemain besar yang sebagian besar adalah investor asing memiliki informasi lebih atas saham perusahaan yang mereka jual belikan sehingga tanpa bersusah payah melakukan analisis fundamental maupun teknikal mereka mengikuti apa yang pemain besar yang lakukan.

P : Apakah faktor kedua kurangnya pengetahuan investor tentang saham syariah dan non syariah juga bisa mengakibatkan likuiditas saham syariah dan non syariah tidak berbeda? Artinya brokerpun tidak menginformasikan kepada investor tentang keberadaan saham syariah dan non syariah.

IS : Meskipun ada tanda yang membedakan antara saham syariah dan non syariah pada papan perdagangan bursa, akan tetapi pengetahuan dasar tentang saham syariah dan non syariah para pelaku pasar



bermacam-macam. Ada pelaku pasar yang menyatakan saham syariah dan non syariah sama aja dan mereka benar-benar tidak mengerti. Mereka hanya mengikuti arus saja untuk membeli saham saham yang menarik bagi mereka tanpa membedakan saham tersebut syariah atau tidak.

P : Atau mungkin apakah karena mayoritas para pedagang besar atau investor besar di Bursa Efek Indonesia adalah non muslim?

IS : Iya, walaupun studi empiris belum pernah dilakukan bahwa mayoritas pelaku pasar modal adalah orang non muslim.

P : Atau bisa kita kaitkan bahwa mayoritas investor besar yang menggerakkan pasar modal di Indonesia adalah investor asing yang notabene adalah orang non muslim, artinya mereka tidak membedakan syariah dan non syariah, apakah bisa begitu?

IS : Iya, sayangnya pelaku pasar domestik sangat percaya apa yang dikatakan asing itu selalu benar. Sehingga mereka selalu mengikuti tindakan investor asing dalam bertransaksi saham. Untuk itu PT. BEI pada saat ini sedang menggalakan pendidikan pasar modal untuk mengurangi fenomena *follower investor* asing di pasar modal Indonesia yang sudah mulai terlihat hasilnya. Pada periode penelitian yang dilakukan saudara, transaksi yang dilakukan asing di pasar modal Indonesia kira-kira mencapai 67 %, hanya 33% yang dilakukan investor domestik. Pada saat ini sudah berimbang antara investor asing dan domestik. Ini adalah salah satu dampak adanya sosialisasi "*smart investing*" yang dilakukan oleh PT BEI.

P : Bukan "*Smart Speculation*" ya pak?

IS : Direktur kami telah mengatakan di forum pertemuan antara PT. Bursa Efek Indonesia dengan perusahaan-perusahaan efek bahwa investasi itu jangka panjang. Pada waktu itu banyak sekali perusahaan efek yang memprotes tentang pernyataan tersebut. Ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan efek sendiri mendorong adanya transaksi yang terus menerus di pasar modal hal ini berkaitan dengan *fee* yang mereka peroleh dari investor.



P : Klasifikasi saham syariah dan non syariah hanya pendekatan produk saja artinya saham syariah adalah saham yang perusahaannya memproduksi barang yang tidak diharamkan, memiliki struktur utang terhadap aset maksimal 45% dan memiliki penghasilan dari bunga maksimal 10% akan tetap pada saat ditransaksikan masih menggunakan sistem konvensional yang membolehkan transaksi margin dan *short sell*. Apakah begitu?

IS : Iya, itu memang dulu, sekarang semua perilaku investor dalam bertransaksi sudah benar benar diawasi oleh Bursa dan Dewan Syariah Nasional. Misalnya investor tidak diperbolehkan melakukan transaksi ba'al makkum dimana investor sebenarnya tidak memiliki barang sama sekali?

P : Apakah hal ini berarti bahwa transaksi *sort selling* sudah tidak diperbolehkan di bursa ?

IS : Yang tidak diperbolehkan adalah yang *naked short selling* yang benar benar tidak memiliki barang. Dulu peraturan tersebut belum ada. Juga menimbun saham juga tidak boleh.

P : Kalau transaksi *margin* boleh?

IS : Transaksi *margin* boleh akan tetapi sekarang sangat ketat diawasi. Namun meskipun semua aturan atau rambu rambu tersebut sudah ketat dibuat dan berarti penegakan hukum dan syariaan compliant seharusnya juga ketat, maka jika mereka kecolongan maka peraturan tersebut tidak ada gunanya. Contohnya yang terjadi di pasar itu beberapa pelaku pasar yang berorientasi jangka pendek yang cenderung para spekulator masih saja melakukan transaksi margin yang menyalahi aturan, dengan perusahaan sekuritas yang mempunyai peran yang besar disini. Para perusahaan sekuritas harusnya menerapkan manajemen risiko yang baik. Akan tetapi masih banyak perusahaan perusahaan yang memberikan kredit kepada nasabahnya dengan sangat mudah.

P : Pengetatan *short sell* kalau tidak salah baru baru ini saja ya pak, waktu sebelum kasus *subprimery mortgage* kan tidak ya pak?



IS : Pengetatan dulu sudah dilakukan setelah krisis moneter atau 2001 era script plus.

P : Kenapa *short sell* pada saat ini tidak dihapuskan saja?

IS : Karena sekarang ini sudah ada fasilitas *security lending and borrowing*, yang mana pelaku pasar bisa meminjam dan meminjamkan dalam bentuk barang.

P : Kolateralnya bagaimana?

IS : Kolateralnya diatur dan cukup banyak diantaranya adalah rasio kecukupan modal, penghasilan, jenis-jenis saham yang bisa dipinjam dan dipinjamkan juga telah ditentukan oleh bursa.

P : Tapi apakah dengan adanya fasilitas *sort sell* ini, pelaku pasar yang berorientasi jangka pendek ini merasa difasilitasi untuk berspekulasi di pasar modal?

IS : Memang hal itu merupakan suatu dampak yang kita tidak bisa hindari, akan tetapi bursa telah mengeluarkan aturan aturan dan persyaratan yang sangat ketat untuk hal itu, seperti yang telah saya kemukakan tadi, dan selalu dimonitor oleh pihak bursa. Hal ini menyebabkan mereka merasa tidak bebas melakukan tindakan ini atau agak terkendali atau terorganisasi.

P : Dengan adanya klasifikasi saham syariah di pasar modal bagi perusahaan yang sahamnya masuk saham syariah merasa merupakan sesuatu yang prestisius atau ditanggapi biasa-biasa saja.

IS : Hal ini relatif, bagi mereka yang memperhatikan itu hal itu, klasifikasi saham syariah ini merupakan segmentasi saham perusahaan mereka pada investor yang muslim akan tetapi saat ini perusahaan memandang klasifikasi saham syariah belum sampai tahap yang prestisius seperti yang terjadi di Malaysia.

P : Jadi bagi perusahaan masuknya saham mereka pada kelompok syariah masih belum prestisius berbeda mungkin kalau saham mereka masuk pada kelompok LQ 45 ya pak?



IS : Iya, pengklasifikasi saham syariah di pasar modal di Indonesia adalah upaya-upaya untuk menegakkan muamalah saja, berbeda dengan Singapore yang bermotif *business oriented* untuk menjadikan Singapura sebagai pusat keuangan syariah di dunia.

P : Perusahaan tidak berusaha agar supaya saham perusahaannya masuk kedalam klasifikasi syariah.

IS : Iya, karena hal itu masih belum merupakan suatu kebanggaan.

P : Dari hasil penelitian mengenai likuiditas saham syariah dan likuiditas saham syariah, secara umum dapat dilihat bahwa investor saham syariah lebih menggunakan pendekatan fundamental dalam menganalisis saham sedangkan investor saham syariah lebih menggunakan pendekatan teknikal dengan menggunakan price, volume dan market kapitalisasi dalam menganalisa harga saham.

IS : Menurut saya iya, dari sisi *behaviour* para pelakunya pun investor saham syariah tidak memanfaatkan fluktuasi harga untuk berspekulasi.

P : Tetapi investor asingpun jika mau berinvestasi jangka panjang di Indonesia tentunya mereka melihat struktur modal perusahaan dalam arti rasio hutang terhadap aset yang rendah atau risiko kebangkrutan perusahaan yang kecil. Dalam hal ini perusahaan yang sahamnya termasuk saham syariah tentunya memiliki risiko kebangkrutan yang rendah. Jadi jika investor asing berinvestasi dalam jangka panjang tentunya saham saham syariah juga merupakan alternatif investasi yang menjadi tujuan mereka.

IS : Iya, itu seperti yang dilakukan oleh sektor riil misalnya perbankan syariah, pebisnis atau nasabah percaya bahwa perbankan syariah tidak macam-macam.

P : Jadi orang-orang yang berinvestasi jangka pendek arahnya menggunakan pendekatan teknikal sedang jangka panjang lebih mengutamakan pendekatan fundamental.

IS : Iya, seperti itu.



P : Hasil penelitian menggambarkan investor saham syariah cenderung menggunakan pendekatan fundamental ketimbang investor saham non syariah yang cenderung menggunakan pendekatan teknikal karena investor saham syariah berorientasi jangka panjang sehingga akan mempertimbangkan risiko kebangkrutan perusahaan tersebut. Non syariah yang berinvestasi jangka pendek cenderung mempertimbangkan pergerakan harga, volume perdagangan, nilai kapitalisasi pasar yang merupakan indikator teknikal.

IS : Betul itu pak. Itu bisa digunakan sebagai penjelasan hasil penelitian tersebut.

P : Jadi keberadaan saham syariah juga bisa meminimalkan spekulasi di pasar modal, jadi jika investor ingin berinvestasi jangka panjang maka lebih baik mereka berinvestasi di saham syariah karena risikonya atau fluktuasi harga sahamnya pun relatif lebih rendah.

IS : Iya, juga kedepan pasar terbangun akan lebih bagus jika *knowledge* ini sudah dimiliki oleh investor bahwa saham syariah ini memang berbeda dengan saham-saham yang non syariah.

P : Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan asing pada saham syariah maka likuiditas saham tersebut lebih baik. Akan tetapi kepemilikan asing tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham non syariah. Kepemilikan Asing pada saham syariah mengakibatkan tingginya kemampuan pasar dalam mentransaksikan saham tersebut dalam jumlah besar tanpa menimbulkan kejatuhan harga saham tersebut (*depth*). Hal ini juga didukung oleh banyaknya investor domestik yang mengikuti (*followers*) tindakan-tindakan investor asing dalam berinvestasi pada saham syariah yang memiliki resiko lebih rendah (risiko keuangan) dibandingkan saham non syariah di Indonesia. Ketidaksignifikanan pengaruh *foreign institutional ownership* terhadap *spread* saham syariah maupun non syariah serta *depth* pada saham syariah perusahaan manufaktur dapat disebabkan oleh membaiknya kondisi Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian ini yang ditunjukkan dengan meningkatnya kepercayaan investor, baik domestik maupun



asing serta faktor psikologis kebangkitan setelah kejatuhan bursa yang menyebabkan para investor asing masuk kembali ke Bursa Efek

Indonesia. Risiko berinvestasi di pasar modal negara yang sedang berkembang (*emerging market*) umumnya memiliki risiko yang lebih

tinggi, terutama *country risk* dibandingkan dengan dan berinvestasi di pasar modal negara maju (*developed market*). Akan tetapi potensi tingkat pengembalian (*return*) yang dapat diperoleh dari berinvestasi di *emerging market* lebih tinggi dibandingkan di *developed market*.

Oleh sebab itu, salah satu cara untuk mengurangi risiko tersebut adalah berinvestasi jangka waktu yang relatif pendek, sehingga

fenomena untuk mendapatkan informasi yang superior, atau asimetri informasi tentang nilai perusahaan tidak terjadi berkaitan dengan

meningkatnya kepemilikan institusi pihak asing. Selain itu, adanya investor institusi asing dalam bentuk perusahaan investasi dan pensiun

juga dapat mengakibatkan ketidaksignifikanan variabel *foreign institutional ownership* terhadap *spread* saham syariah maupun non

syariah serta *depth* pada saham syariah perusahaan manufaktur. Jadi investor asing yang membeli saham syariah biasanya adalah untuk

jangka panjang. Bukan begitu?

IS : Iya, seperti yang dikatakan direktur Janisostek bona pasaribu bahwa mereka tidak terpengaruh fluktuasi jangka pendek yang terjadi di pasar, hal ini karena mereka berinvestasi dalam jangka panjang.



Transkrip Hasil Diskusi dengan Bambang

Diskusi Feneili (F) dengan Bambang (B) seorang Investor dan konsultan investasi bagi investor dan mantan karyawan di salah satu perusahaan sekuritas yang dimiliki negara:

F : Hasil penelitian secara kuantitatif saya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara likuiditas saham syariah dan non syariah.

Salah satu sebab mengapa pada periode penelitian 2009-2010 likuiditas saham syariah tidak berbeda dengan likuiditas saham non syariah adalah karena perkembangan bursa efek Indonesia yang begitu pesat setelah kejatuhan bursa yang dipicu oleh kasus suprimery mortgage di Amerika yang membuat pelaku pasar di Indonesia panik sehingga indeks harga saham gabungan jatuh dari 2700 an menjadi 1100. Begitu pula pada saat bursa kembali menguat pelaku pasar berbondong bondong datang ke pasar untuk mendapatkan keuntungan dari penguatan bursa tersebut, pokoknya asal beli tanpa memandang apakah saham tersebut termasuk klasifikasi syariah atau tidak syariah. Apakah kejadiannya seperti itu?

B : Iya pak memang kondisinya seperti itu karena pada waktu itu awal 2009 harga memang pada waktu itu sudah dibawah, indeks mencapai 1100. Sehingga pelaku pasar pada waktu berbondong bondong membeli saham dan tidak mempertimbangkan apakah saham tersebut syariah atau tidak. Mereka membeli saham apapun yang penting harganya lebih murah dari apa yang mereka perkirakan. Investor menganggap saham syariah dan non syariah sama saja, hanya namanya saja yang membedakan, iya kan?

P : Maksudnya likuiditas disini adalah kecepatan saham tersebut ditransaksikan di pasar. Pada saat itu tidak ada bedanya ya likuiditas kedua jenis saham tersebut.

B : Iya memang tidak ada bedanya, sampai saat inipun saya rasa tidak ada bedanya likuiditas kedua jenis saham tersebut



P : Saya juga melihat bahwa sebagian besar pelaku pasar adalah para spekulan.

B : Betul

P : Artinya, karena maksudnya untuk berspekulasi mereka tidak akan membedakan apakah saham tersebut syariah maupun non syariah. Bukankah begitu?

B : Memang tidak memandang saham maupun mereka beli tanpa memandang saham tersebut syariah atau tidak. Terutama bagi investor yang moderat. Yang penting saham tersebut likuid dan mereka menikmati dengan tindakan mereka.

P : Apakah orang-orang yang senang berspekulasi di pasar modal adalah pihak yang dominan di pasar modal?

B : Pasti, merekalah pihak yang dominan di pasar modal. Dan mereka bertransaksi dalam jangka pendek. Jadi kalau saham tersebut naik dan turun 5% dibuang oleh mereka. Meskipun tidak terjadi apa-apa terhadap perusahaan tersebut.

P : Apakah para pelaku pasar ini menggunakan pendekatan fundamental atau teknikal dalam bertransaksi saham?

B : Kalau orang yang bermain dipasar modal sebagai *follower* (pengikut) tentunya mereka tidak menggunakan kedua teknik tersebut. Kalau teknikal investor masih berpikir dan ada target kapan membeli dan menjual saham tersebut. Tapi kalau yang ikut-ikutan mereka tidak mikir lagi, berapapun naiknya harga saham mereka langsung jual.

P : Apakah orang seperti itu banyak di Bursa?

B : Banyak sekali pak. Hampir 90% di pasar adalah orang seperti itu. Ikut arus. Sebagai contoh sebelumnya Indeks Dow Jones ditutup naik, maka saham-saham di Bursa Indonesia juga ikut naik mengikuti kenaikan indeks tersebut, tanpa didasari analisa teknikal maupun fundamental. Padahal orang tersebut tidak mengetahui kondisi keuangan perusahaan.



Akan tetapi saham-saham yang mereka pegang adalah saham saham yang bagus bagus seperti BRI, Mandiri dll.

P : Sebenarnya pengklasifikasian saham syariah ini adalah untuk memfasilitasi investor muslim berinvestasi di pasar modal, bukan untuk berspekulasi ya pak. Atau untuk memfasilitasi investor yang ingin melakukan investasi jangka panjang karena perusahaan yang sahamnya diklasifikasikan saham syariah memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil karena karakteristik saham syariah telah membatasi rasio hutang terhadap aset perusahaan maksimal 45%. Tapi kenyataan meskipun sudah terdapat saham syariah tidak mempengaruhi perilaku investor ya pak dalam bertransaksi?

B : Tidak ada pak pengaruhnya, orang berinvestasi di pasar modal tidak mempertimbangkan ini saham syariah atau tidak. Jangankan orang non muslim, orang muslim aja tidak mempertimbangkan atau memikirkan saham syariah dan non syariah.

P : Menurut islam berspekulasi atau berjudi itu diharamkan, tetapi karena bursa memperbolehkan praktek spekulasi yang mengarah perjudian maka meskipun sudah ada saham syariah tapi karena digunakan untuk berspekulasi maka keberadaan saham syariah tidak dampaknya tidak terasa.

B : Iya, Saham Syariah itu sama saja dengan saham non syariah dari segi cara bertransaksinya, jadi Cuma hanya nama saja.

P : Apakah transaksi short sell masih ada ?

B : Masih ada tapi kalau di danareksa sudah tidak ada lagi. mungkin ditempat lain masih ada, hal ini berkaitan dengan kebijakan perusahaan efek masing masing. Akan tetapi aturan mengenai short sell dari bapepam sudah tidak ada. Tapi pada prakteknya perusahaan-perusahaan sekuritas masih ada yang memperbolehkan nasabahnya melakukan *short sell*.

P : Kalau short sell perusahaan sekuritas dapet fee ya?



B : Iya, oleh sebab itu perusahaan sekuritas tidak mungkin melaporkan ke BAEPEAM. Sebagai contoh seperti saat ini, harga saham turun dengan sangat kencang kalau sudah seperti ini pemasukan perusahaan kecil oleh sebab itu salah satu sumber pemasukan adalah dari aktivitas short sell.

P : Jadi perusahaan sekuritas senang ya kalau investor berspekulasi karena fee yang mereka peroleh semakin besar ya.

P : Menurut saudara apakah merupakan suatu yang prestesius bagi perusahaan apabila sahamnya masuk dalam kategori syariah?

B : Saya kira tidak, karena sama saja antara saham syariah dengan saham non syariah. Apalagi sebagian besar transaksi yang dilakukan di dominasi oleh orang non muslim yang tidak mempertimbangkan apakah saham tersebut termasuk syariah atau tidak.

P : Akan tetapi kalau investor asing tersebut berinvestasi jangka panjang seperti perusahaan asuransi, dana pensiun dll tentunya mereka mempertimbangkan saham syariah ya?

B : Iya tetapi tidak hanya sebatas saham syariah, saham non syariah juga mereka pertimbangkan. Mereka hanya mempertimbangkan segi keamanannya saja.

P : Jadi kalau investor asing jangka panjang berinvestasi pada saham syariah bukan karena kesyariahannya tetapi karena memang saham syariah berdasarkan karakteristiknya memiliki risiko kebangkrutan perusahaan yang lebih kecil.

B : Iya. Hanya itu saja.

P : Transaksi margin masih ada ya di pasar.

B : Masih ada. Itu kan memang salah satu sumber pendapatan perusahaan sekuritas. Meskipun hal itu memang dilarang oleh syariah.

P : Saya menemukan bahwa orang yang berinvestasi di saham syariah adalah orang yang sebagian besar berinvestasi jangka panjang karena mereka menggunakan fundamental analisis dalam menganalisa saham.



Hal ini ditunjukkan dalam hasil penelitian bahwa faktor-faktor fundamental mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham syariah sedangkan pada saham non syariah faktor fundamental tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan investor yang jangka pendek menggunakan analisa teknikal dalam menganalisis saham non syariah. Hal ini dapat terlihat dari hasil penelitian ini bahwa faktor teknikal seperti; harga, volume dan kapitalisasi saham memiliki pengaruh yang signifikan pada likuiditas saham non syariah. Bagaimana menurut bapak.

B : Iya, rata-rata investor jangka pendek menggunakan analisa teknikal. Tetapi di sini saya kira tidak hanya saham non syariah yang menggunakan teknikal tetapi saham investor saham syariah yang jangka pendek juga menggunakan analisa teknikal begitu juga saham non syariah tidak hanya menggunakan teknikal tetapi juga menggunakan analisa fundamental jika investornya adalah jangka panjang.

P : Untuk investasi jangka panjang, sebagai contoh perusahaan reksadana yang saat mereka masuk ke pasar tentunya mereka menggunakan pendekatan analisa fundamental dalam menilai saham, untuk membenengi investasi mereka pada perusahaan-perusahaan yang memang benar-benar sehat dari segi keuangan. Setelah itu baru mereka menggunakan teknikal analisis pada saham-saham yang secara fundamental baik.

B : Betul memang untuk reksadana saham yang dilakukan manajer investasi seperti itu. Terutama reksadana saham syariah. Akan tetapi keuntungan reksadana syariah biasanya lebih kecil dibandingkan reksadana konvensional karena direksadana konvensional ada unsur spekulasi. Kenakan harga saham-saham yang ada di reksadana saham konvensional rata-rata lebih tinggi dibandingkan dengan reksadana saham syariah.

P : Iya, tetapi risiko reksadana konvensional tentunya lebih tinggi dibandingkan risiko reksadana syariah tentunya. Reksadana konvensionalpun juga di dalamnya kadang kadang terkandung saham



syariah, tetapi dalam hal ini manajer investasi tidak membedakan apakah saham tersebut termasuk saham syariah atau tidak.

B : Kalau saya melihat apa yang dilakukan di reksadana syariah maupun non syariah sama menurut saya sama saja. Cuma hanya reksadana syariah biasanya untuk investasi jangka panjang.

P : Apakah menurut saudara pasar modal syariah itu sebenarnya tidak ada, yang ada sekarang ini adalah pasar modal yang mentransaksikan saham saham syariah tetapi proses transaksinya tetap saja konvensional.

B : Iya, transaksinya tetap aja seperti dulu, *short sell* masih ada tetapi dilakukan secara sembunyi sembunyi oleh perusahaan sekuritas.

P : Kepemilikan asing terhadap saham saham di bursa efek Indonesia kira-kira berapa pak? Kira-kira 60%?

B : Terakhir yang saya ketahui berkisar 55%, pokoknya diatas lokal.

P : Bagaimana para investor yang mempunyai strategi investasi sebagai *follower* adakah ada catatan pada transaksi perdagangan setiap hari bahwa asing masuk sekian of saham dan siapa pemilik saham tersebut?

B : Investor sebagai *follower* melihat tindakan investor asing dari transaksi yang dilakukan oleh perusahaan efek asing yang beroperasi di Indonesia. Sebagai contoh adalah aktivitas perdagangan yang dilakukan Kim Eng Securities dll.

P : Bagaimana peran pedagang besar domestik, apakah mempunyai peran yang cukup besar di pasar? Contoh pedagang besar itu siapa?

B : Iya cukup besar, sebagai contoh perusahaan bakti Investama yang juga ada followernya.

P : Pengaruhnya pada pasar modal besaran mana bagi follower, asing atau domestik?

B : Ya jelas asing lah pak.



P : Yang ikut pasar modal kebanyakan non muslim atau non muslim?

B : Ya kebanyakan yang non muslim lah pak, merekalah yang berani berspekulasi di pasar modal.

P : Tetapi yang muslim pun yang berinvestasi di pasar modal kan juga sering berspekulasi kan?

B : Iya pak, banyak serali pak. nah, saya pemerintah percuma pemerintah mengklasifikasikan saham syariah dan non syariah karena sistem transaksinya sama aja kok antara yang syariah maupun yang syariah. Inikan hanya untuk memfasilitasi orang muslim yang berinvestasi jangka panjang. Tetapi dari segi pendapatan Bursa efek dan perusahaan efek rugi kalau investornya seperti jangka panjang semua karena fee transaksi akan sedikit karena orang jarang bertransaksi.

Campilan 4 Hasil Uji Independent Samples T Test Spread dan Depth Sanam Syarah dan Non Syarah

Group Statistics		Mean		Std. Deviation		Std. Error Mean	
SPREAD	KLASIFIKASI	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Std. Error Mean	Std. Error Mean
	Sanam Syarah	39	.071125	.0771178	.012467	.012467	.012467
SPREAD	Sanam Non Syarah	53	.066357	.0648215	.0081419	.0081419	.0081419

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-Test for Equality of Means	
		F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
SPREAD	Equal variances assumed	1.527	.219	399	.691
	Equal variances not assumed			411	.681
		Mean Difference		Std. Error Difference	
SPREAD	Equal variances assumed			.0047677	.0119624
	Equal variances not assumed			.0047677	.0115839
		95% Confidence Interval of the Difference		Lower	
SPREAD	Equal variances assumed			-.0186689	.0284043
	Equal variances not assumed			-.0181377	.0276731

Group Statistics			
	N	Mean	Std. Deviation
KLASIFIKASI	89	18,14743	2,0519740
DEPTH	63	18,393608	1,8436395

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances				t-test for Equality of Means			
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference
DEPTH	Equal variances assumed	754	.387	-774	150	.449	-2461742	3241158	Lower -8365564 Upper 3942478
	Equal variances not assumed			-774	141.552	.440	-2461742	3182178	Lower -8752435 Upper 3823951



Lampiran 5 Regression Model 1 (Determinan Spread Saham Syariah)

Notes

Output Created	01-APR-2013 12:44:23
Comments	
Input	Active Dataset
	Filter
	Weight
	Split File
	N of Rows in Working Data File
Missing Value Handling	Definition of Missing
	Cases Used
Syntax	REGRESSION /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS BCOV R ANOVA COLLIN TOL ZPP /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10) /NOORIGIN /DEPENDENT SPREAD /METHOD=ENTER INST INSIDE BLOCK INST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE /SCATTERPLOT=(*SPRESID *ZPRED) /RESIDUALS DURBIN.
Resources	Processor Time
	Elapsed Time
	Memory Required
	Additional Memory Required for Residual Plots



Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, FINST, BLOCK, INSIDE, VOLT, PRICE_DEV, VOLM, MARKTB, INST		Enter

a. Dependent Variable: SPREAD

b. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.800 ^a	.640	.594	.04959	1.511

a. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, BLOCK, INSIDE, VOLT, PRICE_DEV, VOLM, MARKTB, INST

b. Dependent Variable: SPREAD

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.341	10	.034	13.873	.000 ^b
	Residual	.192	78	.002		
	Total	.533	88			

a. Dependent Variable: SPREAD

b. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, BLOCK, INSIDE, VOLT, PRICE_DEV, VOLM, MARKTB, INST



Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.411	.096		4.275	.000
	INST	.038	.040	.109	.965	.337
	INSIDE	.008	.053	-.014	-.150	.881
	BLOCK	-.021	.024	-.079	-.882	.380
	FINST	.007	.019	.030	.385	.701
	VOLM	-.020	.002	-.698	-8.269	.000
	PRICE	-5.872E-007	.000	-.088	-1.091	.279
	VOLT	.103	.390	.021	.265	.792
	MARKTB	.000	.002	-.016	-.175	.862
	DEV	-.034	.013	-.212	-2.588	.012
	SIZE	-.003	.004	-.098	-.836	.406

Coefficients^a

Model		Correlations		Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	INST	.072	.109	.066	2.751
	INSIDE	.022	-.017	.010	1.765
	BLOCK	.029	-.099	.060	1.734
	FINST	.162	.044	.026	1.340
	VOLM	-.728	-.683	.562	1.545
	PRICE	-.122	-.123	.074	1.396
	VOLT	.086	.030	.018	1.325
	MARKTB	.258	-.020	-.012	1.733
	DEV	-.246	-.281	-.176	1.448
	SIZE	-.499	-.094	-.057	2.977

a. Dependent Variable: SPREAD

Coefficient Correlations^a

Model		SIZE	FINST	BLOCK	INSIDE	
1	Correlations	SIZE	1.000	-.044	.075	.095
		FINST	-.044	1.000	.077	-.114
		BLOCK	.075	.077	1.000	-.317
		INSIDE	.095	.114	-.317	1.000
		VOLT	.301	.058	-.004	.021
		PRICE	-.277	-.212	.144	.119
		DEV	-.331	.119	-.107	.131
		VOLM	-.530	.177	.006	-.022
		MARKTB	-.505	-.017	-.147	-.045
		INST	-.049	-.337	-.590	.599
Covariances	SIZE	1.475E-005	-3.166E-006	6.909E-006	1.935E-005	
	FINST	-3.166E-006	.000	3.464E-005	.000	
	BLOCK	6.909E-006	3.464E-005	.001	.000	
	INSIDE	1.935E-005	.000	.000	.003	
	VOLT	.000	.000	-3.372E-005	.000	
	PRICE	-5.723E-010	-2.163E-009	-1.848E-009	3.398E-009	
	DEV	-1.656E-005	2.933E-005	-3.335E-005	9.032E-005	
	VOLM	-4.957E-006	8.165E-006	-3.409E-007	-2.843E-006	
	MARKTB	-2.969E-006	-4.876E-007	-5.385E-006	3.637E-006	
	INST	-7.455E-006	.000	.001	.001	

Coefficient Correlations^a

Model			VOLT	PRICE	DEV	VOLM
1	Correlations	SIZE	.301	-.277	-.331	-.530
		FINST	.058	.212	.119	.177
		BLOCK	-.004	-.144	-.107	-.006
		INSIDE	.021	.119	.131	-.022
		VOLT	1.000	.029	.156	-.204
		PRICE	.029	1.000	.020	.212
		DEV	.156	.020	1.000	.225
		VOLM	-.204	.212	.225	1.000
		MARKTB	-.092	-.054	.047	.098
		INST	.010	.232	.051	.040
Covariances	SIZE	.000	-5.723E-010	-1.656E-005	-4.957E-006	
	FINST	.000	-2.163E-009	2.933E-005	8.165E-006	
	BLOCK	-3.372E-005	-1.848E-009	-3.335E-005	-3.409E-007	
	INSIDE	.000	3.398E-009	9.032E-005	2.843E-006	
	VOLT	.152	6.131E-009	.001	.000	
	PRICE	6.131E-009	2.896E-013	-1.388E-010	2.782E-010	
	DEV	.001	-1.388E-010	.000	7.136E-006	
	VOLM	.000	2.782E-010	7.136E-006	5.940E-006	
	MARKTB	-5.465E-005	-4.470E-011	9.319E-007	3.670E-007	
	INST	.000	4.968E-009	2.633E-005	3.827E-006	

Coefficient Correlations^a

Model		MARKTB	INST
1	Correlations		
	SIZE	-.505	-.049
	FINST	-.017	-.337
	BLOCK	-.147	.590
	INSIDE	-.045	.599
	VOLT	-.092	.010
	PRICE	-.054	.232
	DEV	.047	.051
	VOLM	.098	.040
	MARKTB	1.000	-.036
	INST	-.036	1.000
	Covariances		
	SIZE	-2.969E-006	-7.455E-006
	FINST	-4.876E-007	.000
	BLOCK	-5.385E-006	-.001
	INSIDE	-3.637E-006	.001
	VOLT	-5.465E-005	.000
	PRICE	-4.470E-011	4.968E-009
	DEV	9.313E-007	2.633E-005
	VOLM	3.670E-007	3.827E-006
	MARKTB	2.344E-006	-2.185E-006
	INST	-2.185E-006	.002

a. Dependent Variable: SPREAD

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	INST	INSIDE	BLOCK
1	1	7.383	1.000	.00	.00	.00	.00
	2	1.227	2.453	.00	.00	.14	.00
	3	.769	3.099	.00	.00	.33	.00
	4	.576	3.579	.00	.00	.01	.00
	5	.426	4.163	.00	.00	.01	.00
	6	.293	5.019	.00	.00	.07	.00
	7	.185	6.318	.00	.01	.01	.51
	8	.088	9.165	.00	.01	.00	.04
	9	.034	14.753	.00	.62	.21	.38
	10	.017	20.829	.06	.36	.18	.07
	11	.001	72.335	.94	.00	.03	.00



Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions						
		FINST	VOLM	PRICE	VOLT	MARKTB	DEV	SIZE
1	1	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.00	.00	.17	.01	.07	.01	.00
	3	.00	.00	.36	.00	.02	.00	.00
	4	.07	.00	.22	.00	.53	.00	.00
	5	.49	.00	.05	.00	.06	.17	.00
	6	.16	.00	.12	.07	.01	.47	.00
	7	.09	.01	.00	.05	.03	.02	.00
	8	.02	.06	.00	.70	.01	.17	.00
	9	.17	.24	.02	.00	.01	.00	.00
	10	.00	.50	.06	.03	.01	.09	.03
	11	.00	.18	.06	.14	.27	.07	.97

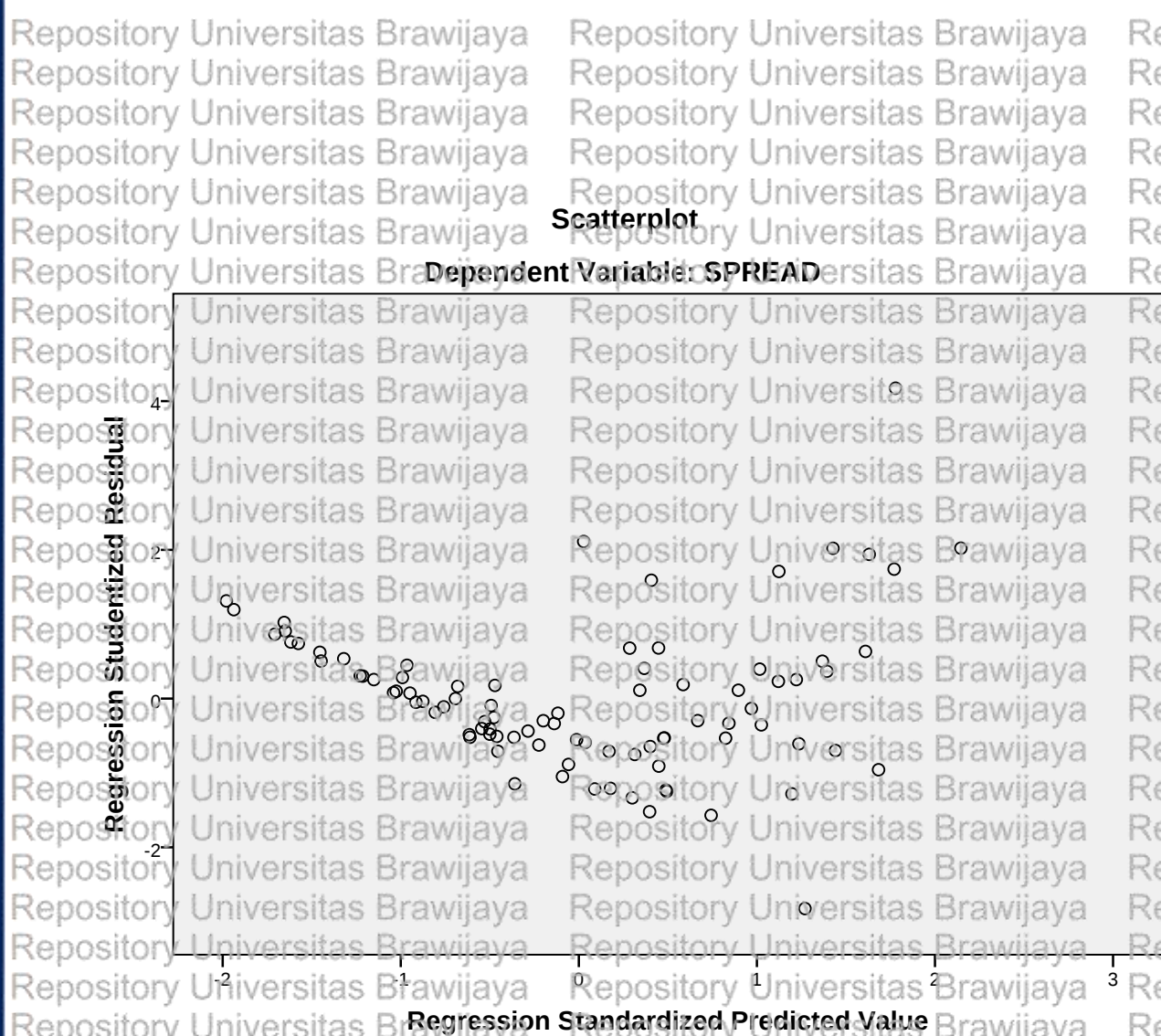
a. Dependent Variable: SPREAD

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.0521	.2047	.0711	.06226	89
Std. Predicted Value	-1.979	2.145	.000	1.000	89
Standard Error of Predicted Value	.010	.037	.017	.005	89
Adjusted Predicted Value	-.0647	.1899	.0712	.06329	89
Residual	-.13055	.19889	.00000	.04658	89
Std. Residual	-2.633	4.011	.000	.941	89
Stud. Residual	-2.824	4.174	-.001	.997	89
Deleted Residual	-.15016	.21534	-.00012	.05253	89
Stud. Deleted Residual	-2.961	4.705	.006	1.033	89
Mahal. Distance	2.372	48.935	9.888	8.017	89
Cook's Distance	.000	.131	.012	.022	89
Centered Leverage Value	.027	.556	.112	.091	89

a. Dependent Variable: SPREAD

Charts



Lampiran 6
Regression Model II (Determinan Depth Saham Syariah)



Notes

Output Created	01-APR-2013 12:47:12
Comments	
Input	Active Dataset
	DataSet0
	Filter
	<none>
	Weight
	<none>
	Split File
	<none>
	N of Rows in Working Data File
	39
Missing Value Handling	Definition of Missing
	User-defined missing values are treated as missing.
	Cases Used
	Statistics are based on cases with no missing values for any variable used.
Syntax	REGRESSION
	/MISSING LISTWISE
	/STATISTICS COEFF
	OUTS BCOV R ANOVA
	COLLIN TOL ZPP
	/CRITERIA=PIN(.05)
	POUT(.10)
	/NOORIGIN
	/DEPENDENT DEPTH
	/METHOD=ENTER INST
	INSIDE BLOCK FINST
	VOLM PRICE VOLT
	MARKTB DEV SIZE
	/SCATTERPLOT=
	(*SRESID ,*ZPRED)
	/RESIDUALS DURBIN
Resources	Processor Time
	00:00:00.84
	Elapsed Time
	00:00:00.80
	Memory Required
	5084 bytes
	Additional Memory
	168 bytes
	Required for Residual Plots

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, FINST, BLOCK, INSIDE, VOLT, PRICE, DEV, VOLM, MARKTB, b	.	Enter

a. Dependent Variable: DEPTH

b. All requested variables entered.

Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.927 ^a	.859	.841	8.1903	1.380

a. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, BLOCK, INSIDE, VOLT, PRICE, DEV, VOLM, MARKTB, INST

b. Dependent Variable: DEPTH

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	318.209	10	31.821	47.436	.000 ^b
	Residual	52.323	78	.671		
	Total	370.533	88			

a. Dependent Variable: DEPTH

b. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, BLOCK, INSIDE, VOLT, PRICE, DEV, VOLM, MARKTB, INST

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	2.129	1.587		1.342	.184
	INST	-2.351	.656	-.253	-3.584	.001
	INSIDE	-1.434	.876	-.092	-1.636	.106
	BLOCK	.399	.395	.057	1.010	.316
	FINST	1.068	.313	.168	3.414	.001
	VOLM	.405	.040	.532	10.051	.000
	PRICE	1.073E-005	.000	.061	1.207	.231
	VOLT	-.926	6.438	-.069	-1.402	.165
	MARKTB	-.020	.025	-.043	-.773	.442
	DEV	.407	.215	.097	1.891	.062
	SIZE	.447	.063	.518	7.054	.000

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)					
INST	.023	.376	.153	.363	2.751
INSIDE	.154	.182	.070	.567	1.765
BLOCK	.017	.114	.043	.577	1.734
FINST	.059	.361	.145	.746	1.340
VOLM	.689	.752	.428	.647	1.545
PRICE	.292	.135	.051	.716	1.396
VOLT	-.276	-.157	-.060	.755	1.325
MARKTB	.409	-.087	-.033	.577	1.733
DEV	.328	.209	.080	.691	1.448
SIZE	.792	.624	.300	.336	2.977

a. Dependent Variable: DEPTH

Coefficient Correlations^a

Model		SIZE	FINST	BLOCK	INSIDE
1	Correlations				
	SIZE	1.000	.044	.075	.095
	FINST	-.044	1.000	.077	.114
	BLOCK	.075	.077	1.000	.317
	INSIDE	.095	.114	.317	1.000
	VOLT	.301	.058	-.004	.021
	PRICE	-.277	.212	.144	.119
	DEV	-.331	.119	-.107	.131
	VOLM	-.530	.177	-.006	-.022
	MARKTB	-.505	-.017	-.147	-.045
	INST	-.049	-.337	-.590	.599
	Covariances				
	SIZE	.004	-.001	.002	.005
	FINST	-.001	.008	.009	-.031
	BLOCK	.002	.009	.156	.110
	INSIDE	.005	.031	.110	.768
	VOLT	.123	.116	.009	.117
	PRICE	-1.561E-007	-5.900E-007	-5.043E-007	9.270E-007
	DEV	-.005	.008	-.009	.025
	VOLM	-.001	.002	-9.302E-005	-.001
	MARKTB	-.001	.000	-.001	-.001
	INST	-.002	-.069	-.153	.344

Coefficient Correlations^a

Model		VOLT	PRICE	DEV	VOLM
1	Correlations				
	SIZE	.301	-.277	-.331	-.530
	FINST	.058	-.212	.119	.177
	BLOCK	-.004	-.144	-.107	.006
	INSIDE	.021	.119	.131	.022
	VOLT	1.000	.029	.156	.204
	PRICE	.029	1.000	-.020	.212
	DEV	.156	-.020	1.000	.225
	VOLM	-.204	.212	.225	1.000
	MARKTB	-.092	-.054	.047	.098
	INST	.010	.232	.051	.040
	Covariances				
	SIZE	.123	-1.561E-007	-.005	-.001
	FINST	.116	-5.900E-007	.008	.002
	BLOCK	-.009	-5.043E-007	-.009	-9.302E-005
	INSIDE	.117	9.270E-007	.025	-.001
	VOLT	41.443	1.673E-006	.216	-.053
	PRICE	1.673E-006	7.901E-011	-3.788E-008	7.590E-008
	DEV	.216	-3.788E-008	.046	.002
	VOLM	-.053	7.590E-008	.002	.002
	MARKTB	-.015	-1.219E-008	.000	.000
	INST	.043	1.355E-006	.007	.001

Coefficient Correlations^a

Model		MARKTB	INST
1	Correlations		
	SIZE	-.505	-.049
	FINST	-.017	-.337
	BLOCK	-.147	-.590
	INSIDE	-.045	.599
	VOLT	-.092	.010
	PRICE	-.054	.232
	DEV	.047	.051
	VOLM	.098	.040
	MARKTB	1.000	-.036
	INST	-.036	1.000
	Covariances		
	SIZE	-.001	-.002
	FINST	.000	-.069
	BLOCK	-.001	-.153
	INSIDE	-.001	.344
	VOLT	-.015	.043
	PRICE	-1.219E-008	1.355E-006
	DEV	.000	.007
	VOLM	.000	.001
	MARKTB	.001	-.001
	INST	-.001	.430



a. Dependent Variable: DEPTH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	INST	INSIDE	BLOCK
1	1	7.383	1.000	.00	.00	.00	.00
	2	1.227	2.453	.00	.00	.14	.00
	3	.769	3.099	.00	.00	.33	.00
	4	.576	3.579	.00	.00	.01	.00
	5	.426	4.163	.00	.00	.01	.00
	6	.293	5.019	.00	.00	.07	.00
	7	.185	6.318	.00	.01	.01	.51
	8	.088	9.165	.00	.01	.00	.04
	9	.034	14.753	.00	.62	.21	.38
	10	.017	20.829	.06	.36	.18	.07
	11	.001	72.335	.94	.00	.03	.00

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions						
		FINST	VOLM	PRICE	VOLT	MARKTB	DEV	SIZE
1	1	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.00	.00	.17	.01	.07	.01	.00
	3	.00	.00	.30	.00	.02	.00	.00
	4	.07	.00	.22	.00	.51	.00	.00
	5	.49	.00	.05	.00	.06	.17	.00
	6	.16	.00	.12	.07	.03	.47	.00
	7	.09	.01	.00	.05	.03	.02	.00
	8	.02	.06	.00	.70	.01	.17	.00
	9	.17	.24	.02	.00	.01	.00	.00
	10	.00	.50	.06	.03	.01	.09	.03
	11	.00	.18	.06	.14	.27	.07	.97

a. Dependent Variable: DEPTH


Residuals Statistics^a

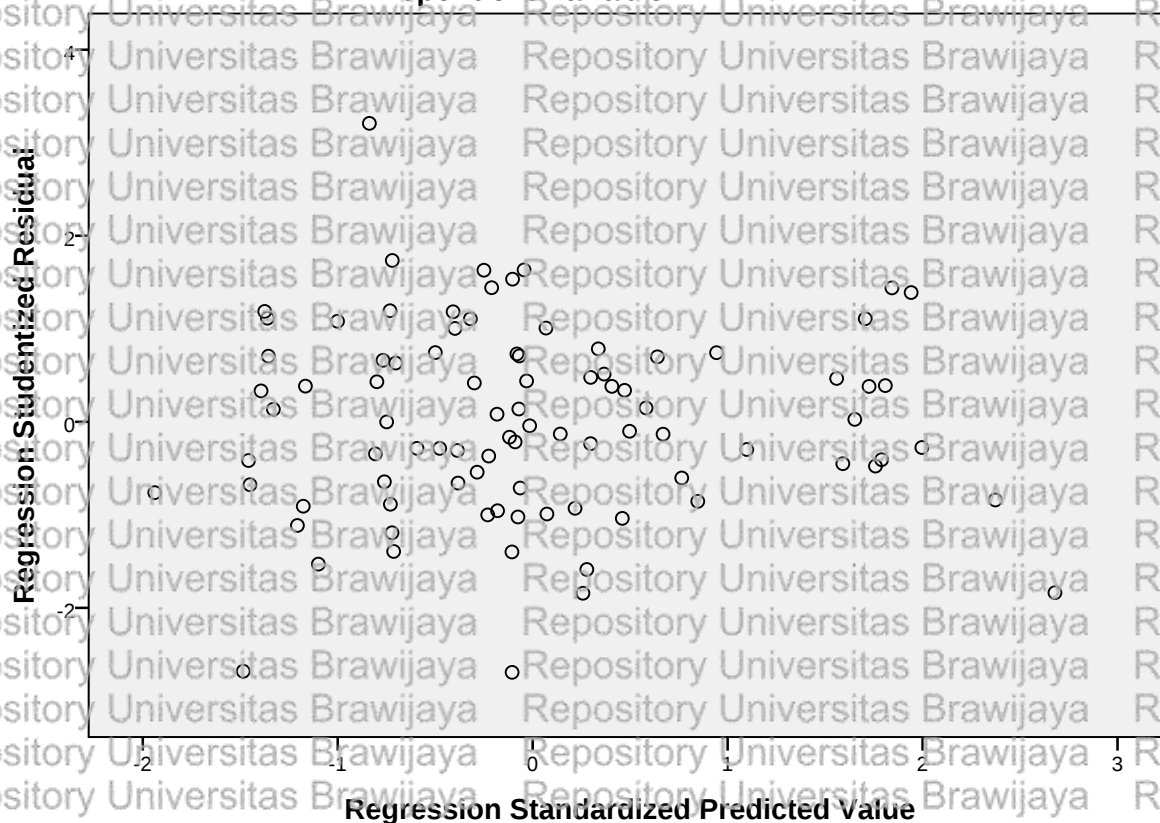
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	14.4610	23.2420	18.1474	1.90158	89
Std. Predicted Value	-1.939	2.679	.000	1.000	89
Standard Error of Predicted Value	.160	.617	.275	.036	89
Adjusted Predicted Value	14.5106	23.6284	18.1544	1.91800	89
Residual	-2.04055	2.45010	.00000	.77109	89
Std. Residual	-2.491	2.991	.000	.941	89
Stud. Residual	-2.693	3.208	-.004	1.018	89
Deleted Residual	-2.65851	2.81818	-.00695	.90565	89
Stud. Deleted Residual	-2.810	3.421	-.004	1.036	89
Maahal. Distance	2.372	48.935	9.888	8.017	89
Cook's Distance	.000	.298	.017	.038	89
Centered Leverage Value	.027	.556	.112	.091	89

a. Dependent Variable: DEPTH

Charts

Scatterplot

Dependent Variable: DEPTH





Lampiran 7

Regression Model (Determinan Spread Saham Non Syariah)

Notes

Output Created	01-APR-2013 14:15:05
Comments	
Input	E:\My documents (Muhammad Madyan) Urusan S3\Proposal Disertasi>Data Disertasi>Data SPSS\data SPSS Syariah.sav
Data	Data Set0
Active Dataset	
Filter	<none>
Weight	<none>
Split File	<none>
N of Rows in Working Data File	63
Missing Value Handling	Definition of Missing User-defined missing values are treated as missing.
Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any variable used.
Syntax	REGRESSION /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS BCOV R ANOVA COLLIN TOL ZPP /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10) /NOORIGIN /DEPENDENT SPREAD /METHOD=ENTER INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE /SCATTERPLOT=(*SPRESID *ZPRED) /RESIDUALS DURBIN.
Resources	
Processor Time	00:00:00.64
Elapsed Time	00:00:00.53
Memory Required	5084 bytes
Additional Memory Required for Residual Plots	168 bytes



Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, FINST, VOLM, INSIDE, MARKTB, PRICE, VOLT, DEV, BLOCK, INST ^b		Enter

a. Dependent Variable: SPREAD

b. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.858 ^a	.736	.685	.03624	1.502

a. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, VOLM, INSIDE, MARKTB, PRICE, VOLT, DEV, BLOCK, INST

b. Dependent Variable: SPREAD

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.191	10	.019	14.508	.000 ^b
	Residual	.068	52	.001		
	Total	.259	62			

a. Dependent Variable: SPREAD

b. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, VOLM, INSIDE, MARKTB, PRICE, VOLT, DEV, BLOCK, INST


Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	.504	.094		5.352	.000
	INST	-.050	.041	-.136	-1.229	.225
	INSIDE	.241	.185	.119	1.304	.198
	BLOCK	.007	.029	.025	.228	.821
	FINST	.026	.018	.129	1.443	.155
	VOLM	-.018	.002	-.882	-7.604	.000
	PRICE	-6.319E-007	.000	-.289	-3.260	.002
	VOLT	.085	.358	.022	.237	.814
	MARKTB	.000	.000	.045	.527	.600
	DEV	-.001	.013	-.007	-.068	.946
	SIZE	-.007	.003	-.217	-1.935	.058

Coefficients^a

Model		Correlations		Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	INST	.291	-.168	.088	2.414
	INSIDE	.081	.178	.093	1.631
	BLOCK	.369	.032	.016	2.294
	FINST	.153	.196	.103	1.587
	VOLM	-.774	-.726	.542	2.652
	PRICE	.036	-.412	.232	1.554
	VOLT	-.106	.033	.017	1.709
	MARKTB	.154	.073	.038	1.447
	DEV	.105	-.009	-.005	1.873
	SIZE	-.434	-.259	-.138	2.477

a. Dependent Variable: SPREAD

Coefficient Correlations^a

Model		SIZE	FINST	VOLM	INSIDE	
1	Correlations	SIZE	1.000	.175	-.536	.227
		FINST	.175	1.000	-.181	.094
		VOLM	-.536	-.181	1.000	.079
		INSIDE	.227	.094	.079	1.000
		MARKTB	-.255	-.249	.037	.156
		PRICE	-.227	-.267	.366	-.032
		VOLT	.487	.215	-.373	.235
		DEV	-.302	.027	.223	.291
		BLOCK	-.265	-.128	.386	-.268
		INST	.075	-.319	.156	.465
Covariances	SIZE	1.201E-005	1.082E-005	-4.410E-006	.000	
	FINST	1.082E-005	.000	-7.640E-006	.000	
	VOLM	-4.410E-006	-7.640E-006	5.632E-006	3.439E-005	
	INSIDE	.000	.000	3.439E-005	.034	
	MARKTB	-3.818E-007	-1.909E-006	3.824E-008	1.243E-005	
	PRICE	-1.527E-010	-9.218E-010	1.685E-010	-1.155E-009	
	VOLT	.001	.001	.000	.015	
	DEV	-1.389E-005	6.290E-006	7.017E-006	.001	
	BLOCK	-2.696E-005	-6.673E-005	2.685E-005	-.001	
	INST	1.057E-005	.000	1.503E-005	.003	

Coefficient Correlations^a

Model			MARKTB	PRICE	VOLT	DEV
1	Correlations	SIZE	-.255	-.227	.487	-.302
		FINST	-.249	.267	.215	.027
		VOLM	.037	.366	-.373	.223
		INSIDE	.156	.032	.235	.291
		MARKTB	1.000	-.122	.031	.272
		PRICE	-.122	1.000	-.042	.136
		VOLT	-.061	.042	1.000	.074
		DEV	.272	-.136	.074	1.000
		BLOCK	-.139	.134	-.151	-.284
		INST	.360	.000	.034	.257
Covariances	SIZE	-3.818E-007	-1.527E-010	.001	-1.389E-005	
	FINST	-1.909E-006	-9.218E-010	.001	6.290E-006	
	VOLM	3.824E-008	1.685E-010	.000	7.017E-006	
	INSIDE	1.243E-005	-1.155E-009	.015	.001	
	MARKTB	1.863E-007	-1.022E-011	-9.493E-006	1.555E-006	
	PRICE	-1.022E-011	3.758E-014	-2.924E-009	-3.500E-010	
	VOLT	-9.493E-006	-2.924E-009	.128	.000	
	DEV	1.555E-006	-3.500E-010	.000	.000	
	BLOCK	-1.763E-006	7.612E-010	-.002	.000	
	INST	6.294E-006	-1.258E-012	.000	.000	

Coefficient Correlations^a

Model		BLOCK	INST
1	Correlations		
	SIZE	-.265	.075
	FINST	-.128	-.319
	VOLM	.386	.156
	INSIDE	-.268	.465
	MARKTB	-.139	.360
	PRICE	.134	.000
	VOLT	-.151	.034
	DEV	-.284	.257
	BLOCK	1.000	-.435
	INST	-.435	1.000
	Covariances		
	SIZE	-2.696E-005	1.057E-005
	FINST	-6.673E-005	.000
	VOLM	2.685E-005	1.503E-005
	INSIDE	-.001	.003
	MARKTB	1.763E-006	6.294E-006
	PRICE	7.612E-010	-1.258E-012
	VOLT	-.002	.000
	DEV	.000	.000
	BLOCK	.001	-.001
	INST	-.001	.002

a. Dependent Variable: SPREAD

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	INST	INSIDE	BLOCK
1	1	6.928	1.000	.00	.00	.00	.00
	2	1.283	2.324	.00	.00	.12	.00
	3	.896	2.781	.00	.00	.00	.00
	4	.820	2.907	.00	.00	.42	.00
	5	.496	3.738	.00	.00	.01	.00
	6	.337	4.532	.00	.00	.08	.01
	7	.124	7.460	.00	.01	.03	.33
	8	.079	9.386	.00	.01	.01	.02
	9	.026	16.273	.00	.45	.05	.58
	10	.010	26.671	.07	.47	.16	.01
	11	.001	74.787	.93	.06	.12	.06



Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions						
		FINST	VOLM	PRICE	VOLT	MARKTB	DEV	SIZE
1	1	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.01	.00	.17	.00	.04	.03	.00
	3	.00	.00	.01	.00	.52	.07	.00
	4	.00	.00	.21	.00	.03	.00	.00
	5	.21	.00	.08	.00	.14	.34	.00
	6	.41	.00	.40	.03	.01	.08	.00
	7	.21	.02	.00	.03	.02	.19	.00
	8	.04	.04	.00	.65	.01	.06	.00
	9	.03	.18	.04	.00	.16	.06	.00
	10	.07	.61	.06	.00	.05	.11	.06
	11	.02	.14	.03	.28	.04	.05	.94

a. Dependent Variable: SPREAD

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.0281	.1771	.0664	.05544	63
Std. Predicted Value	-1.704	1.997	.000	1.000	63
Standard Error of Predicted Value	.009	.030	.015	.004	63
Adjusted Predicted Value	-.0972	.1766	.0642	.05963	63
Residual	-.05872	.08466	.00000	.03319	63
Std. Residual	-1.620	2.336	.000	.916	63
Stud. Residual	-1.774	2.667	.021	1.033	63
Deleted Residual	-.07042	.16985	.00213	.04436	63
Stud. Deleted Residual	-1.813	2.842	.026	1.056	63
Mahal. Distance	2.794	40.942	9.841	7.096	63
Cook's Distance	.000	1.350	.039	.170	63
Centered Leverage Value	.045	.660	.159	.114	63

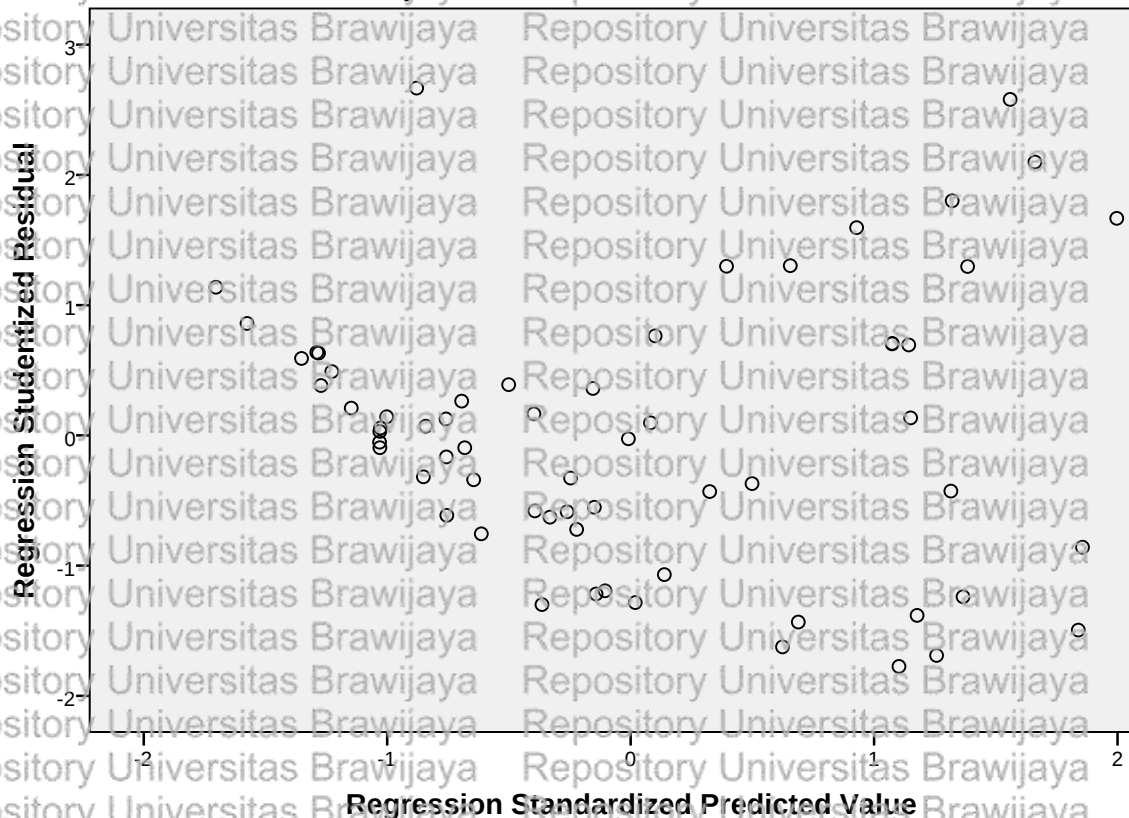
a. Dependent Variable: SPREAD

Charts



Scatterplot

Dependent Variable: SPREAD



```
REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS BCOV R ANOVA COLLIN TOL ZPP
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT DEPTH
/METHOD=ENTER INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE
/SCATTERPLOT=(*SRESID,*ZPRED)
/RESIDUALS DURBIN.
```

Lampiran 8

Regression Model II (Determinan Depth Saham Non Syariah)



Notes

Output Created	01-APR-2013 18:41:16
Comments	
Input	Data
	E:\My documents (Muhammad Madyan) \Urusan S3\Proposal Disertasi\Data Disertasi\Data SPSS\data SPSS Syariah.sav
Active Dataset	DataSet0
Filter	<none>
Weight	<none>
Split File	<none>
N of Rows in Working Data File	63
Missing Value Handling	Definition of Missing
	User-defined missing values are treated as missing.
Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any variable used
Syntax	REGRESSION /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS BCOV R ANOVA COLLIN TOL ZPP /CRITERIA=PIN(.05) /POUT(10) /NOORIGIN /DEPENDENT DEPTH /METHOD=ENTER INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE /SCATTERPLOT= (*SRESID, *ZPRED) /RESIDUALS DURBIN
Resources	Processor Time
	00:00:00.67
	Elapsed Time
	00:00:01.06
	Memory Required
	5084 bytes
	Additional Memory
	168 bytes
	Required for Residual Plots



Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, FINST, VOLM, INSIDE, MARKTB, PRICE, VOLT, DEV, BLOCK, INST ^b		Enter

a. Dependent Variable: DEPTH

b. All requested variables entered.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.896 ^a	.802	.764	.89511	1.845

a. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, VOLM, INSIDE, MARKTB, PRICE, VOLT, DEV, BLOCK, INST

b. Dependent Variable: DEPTH

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	169.075	10	16.907	21.102	.000 ^b
	Residual	41.663	52	.801		
	Total	210.738	62			

a. Dependent Variable: DEPTH

b. Predictors: (Constant), SIZE, FINST, VOLM, INSIDE, MARKTB, PRICE, VOLT, DEV, BLOCK, INST



Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4.376	2.326		1.881	.066
	INST	-.813	1.001	-.078	-.812	.420
	INSIDE	2.339	4.557	.040	.513	.610
	BLOCK	.726	.725	.094	1.002	.321
	FINST	.108	.438	.019	.247	.806
	VOLM	.358	.059	.613	6.112	.000
	PRICE	1.263E-005	.000	.203	2.599	.012
	VOLT	-13.668	8.831	-.125	-1.548	.128
	MARKTB	.016	.011	.115	1.524	.133
	DEV	.505	.328	.130	1.540	.130
	SIZE	.364	.085	.413	4.270	.000

Coefficients^a

Model		Correlations		Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	INST	.291	-.112	.050	2.414
	INSIDE	-.183	.071	.032	1.632
	BLOCK	.083	.138	.062	2.297
	FINST	.052	.034	.015	1.581
	VOLM	.540	.647	.377	2.649
	PRICE	.193	.339	.160	1.600
	VOLT	-.229	-.210	-.095	1.707
	MARKTB	.419	.207	.094	1.500
	DEV	.242	.209	.095	1.877
	SIZE	.763	.510	.263	2.463

a. Dependent Variable: DEPTH

Coefficient Correlations^a

Model		SIZE	FINST	VOLM	INSIDE	
1	Correlations	SIZE	1.000	.172	-.533	.230
		FINST	.172	1.000	-.176	.095
		VOLM	-.533	.176	1.000	.075
		INSIDE	.230	.095	.075	1.000
		MARKTB	-.245	-.241	.017	.157
		PRICE	-.204	.244	.362	-.046
		VOLT	.486	.213	-.372	.236
		DEV	-.301	.028	.217	.292
		BLOCK	-.266	-.128	.388	-.268
		INST	.080	-.317	.149	.465
Covariances	SIZE	.007	.006	-.003	.089	
	FINST	.006	.192	-.005	.191	
	VOLM	-.003	-.005	.003	.020	
	INSIDE	.089	.191	.020	20.770	
	MARKTB	.000	.001	1.076E-005	.008	
	PRICE	-8.477E-008	-5.188E-007	1.030E-007	-1.012E-006	
	VOLT	.366	.826	-.193	9.504	
	DEV	-.008	.004	.004	.436	
	BLOCK	-.016	-.041	.016	-.886	
	INST	.007	.139	.009	2.124	

Coefficient Correlations^a

Model			MARKTB	PRICE	VOLT	DEV
1	Correlations	SIZE	-.245	-.204	.486	-.301
		FINST	-.241	.244	.213	.028
		VOLM	.017	.362	-.372	.217
		INSIDE	.157	.046	.236	.292
		MARKTB	1.000	-.209	.053	.276
		PRICE	-.209	1.000	-.038	.159
		VOLT	-.053	.038	1.000	.076
		DEV	.276	.159	.076	1.000
		BLOCK	-.143	.145	-.152	-.285
		INST	.360	-.032	.037	.258
Covariances	SIZE	.000	-8.477E-008	.366	-.008	
	FINST	-.001	-5.188E-007	.826	.004	
	VOLM	1.076E-005	1.030E-007	-.193	.004	
	INSIDE	.008	-1.012E-006	9.504	.436	
	MARKTB	.000	1.087E-008	.005	.001	
	PRICE	-1.087E-008	2.361E-011	-1.627E-006	-2.530E-007	
	VOLT	-.005	-1.627E-006	77.978	.221	
	DEV	.001	-2.530E-007	.221	.107	
	BLOCK	-.001	5.105E-007	-.972	-.068	
	INST	.004	-1.555E-007	.328	.085	

Coefficient Correlations^a

Model		BLOCK	INST
1	Correlations		
	SIZE	-.266	.080
	FINST	-.128	-.317
	VOLM	.388	.149
	INSIDE	-.263	.465
	MARKTB	-.143	.360
	PRICE	.145	.032
	VOLT	-.152	.037
	DEV	-.285	.258
	BLOCK	1.000	-.437
	INST	-.437	1.000
	Covariances		
	SIZE	-.016	.007
	FINST	-.041	-.139
	VOLM	.016	.009
	INSIDE	-.886	2.124
	MARKTB	-.001	.004
	PRICE	5.105E-007	1.955E-007
	VOLT	-.972	.328
	DEV	-.063	.085
	BLOCK	.525	-.317
	INST	-.317	1.003

a. Dependent Variable: DEPTH

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	INST	INSIDE	BLOCK
1	1	6.938	1.000	.00	.00	.00	.00
	2	1.314	2.298	.00	.00	.10	.00
	3	.875	2.815	.00	.00	.10	.00
	4	.814	2.919	.00	.00	.34	.00
	5	.485	3.782	.00	.00	.00	.00
	6	.334	4.561	.00	.00	.08	.00
	7	.124	7.476	.00	.01	.03	.33
	8	.079	9.401	.00	.01	.01	.02
	9	.026	16.353	.00	.45	.05	.58
	10	.010	26.613	.07	.46	.16	.01
	11	.001	74.708	.93	.06	.12	.06



Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions						
		FINST	VOLM	PRICE	VOLT	MARKTB	DEV	SIZE
1	1	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.01	.00	.16	.00	.06	.03	.00
	3	.00	.00	.00	.00	.41	.08	.00
	4	.00	.00	.19	.00	.06	.02	.00
	5	.24	.00	.08	.00	.16	.30	.00
	6	.38	.00	.42	.03	.03	.09	.00
	7	.21	.02	.01	.03	.02	.18	.00
	8	.04	.04	.00	.65	.02	.06	.00
	9	.03	.19	.05	.00	.17	.07	.00
	10	.06	.61	.05	.00	.05	.11	.06
	11	.02	.14	.02	.28	.04	.05	.94

a. Dependent Variable: DEPTH

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	15.9712	22.4650	18.3936	1.65137	63
Std. Predicted Value	-1.467	2.465	.000	1.000	63
Standard Error of Predicted Value	.221	.734	.361	.100	63
Adjusted Predicted Value	15.7636	23.5485	18.4321	1.74583	63
Residual	-1.80509	1.89438	.00000	.81975	63
Std. Residual	-2.017	2.116	.000	.916	63
Stud. Residual	-2.218	2.234	-.016	1.028	63
Deleted Residual	-3.42618	2.11142	-.03852	1.06957	63
Stud. Deleted Residual	-2.309	2.327	-.018	1.045	63
Mahal. Distance	2.800	40.717	9.841	7.094	63
Cook's Distance	.000	.896	.033	.115	63
Centered Leverage Value	.045	.657	.159	.114	63

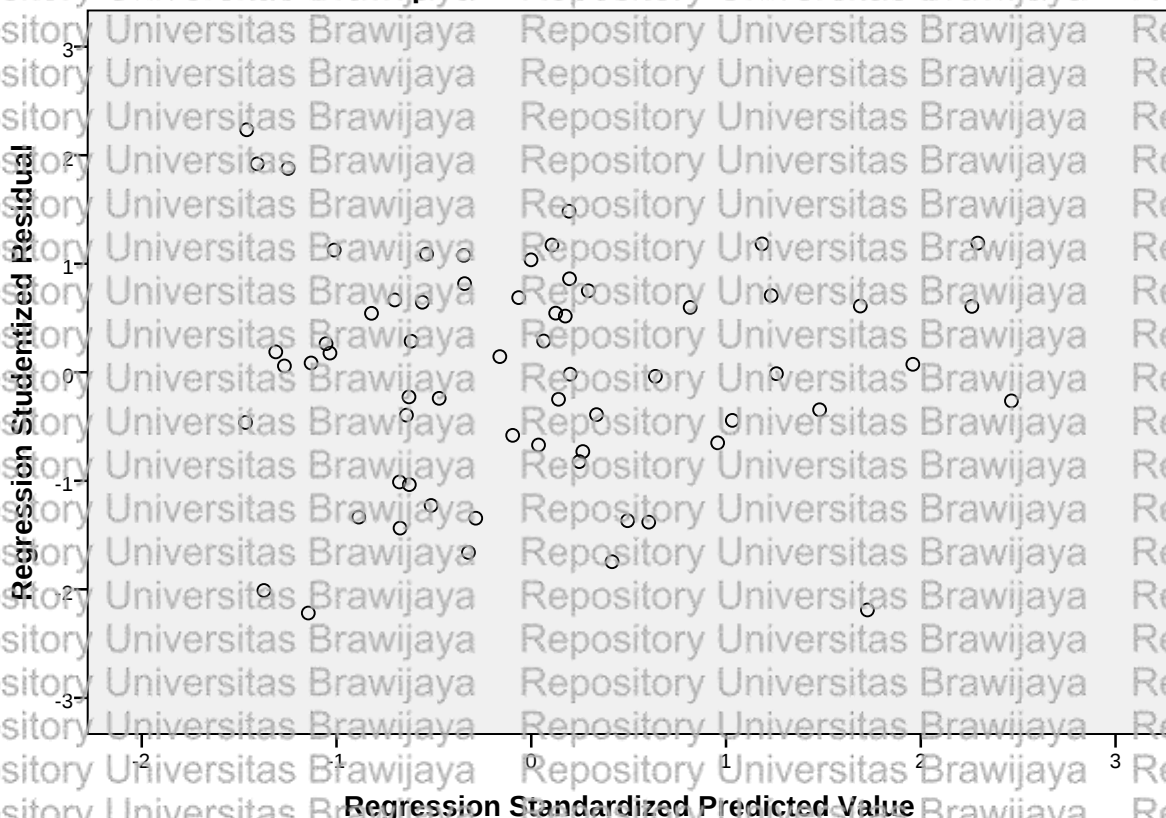
a. Dependent Variable: DEPTH

Charts



Scatterplot

Dependent Variable: DEPTH



DESCRIPTIVES VARIABLES=INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MKRTB DEV SIZE DEPTH SPREAD
/STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX

Descriptives Non Syariah



Notes

Output Created	01-APR-2013 19:00:41
Comments	
Input	Data
	E:\My documents (Muhammad Madyan) \Urusan S3\Proposal Disertasi\Data Disertasi\Data SPSS\data SPSS Syariah.sav
Active Dataset	DataSet0
Filter	<none>
Weight	<none>
Split File	<none>
N of Rows in Working Data File	63
Missing Value Handling	Definition of Missing
	User defined missing values are treated as missing.
Cases Used	All non-missing data are used.
Syntax	DESCRIPTIVES VARIABLES=INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE DEPTH SPREAD /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX.
Resources	Processor Time
	00:00:00.02
	Elapsed Time
	00:00:00.04

[DataSet0] E:\My documents (Muhammad Madyan) \Urusan S3\Proposal Disertasi\Data Disertasi\Data SPSS\data SPSS Syariah.sav

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	63	.33	.95	.7315	.17640
INSIDE	63	.00	.18	.0115	.03186
BLOCK	63	.00	.92	.5428	.23771
FINST	63	.00	.95	.3206	.32597
VOLM	63	7.04	17.65	12.6302	3.15867
PRICE	63	61.28	191141.77	9380.7419	29598.62478
VOLT	63	.00	.08	.0418	.01682
MARKTB	63	.23	80.40	4.6807	12.98504
DEV	63	.00	1.00	.3333	.47519
SIZE	63	23.05	31.97	27.0156	2.09092
DEPTH	63	14.64	23.14	18.3936	1.84364
SPREAD	63	.00	.24	.0664	.06462
Valid N (listwise)	63				



```
SAVE OUTFILE='E:\My documents (Muhammad Madyan)\Urusan S3\Proposal Disertasi\Data Disertasi\
SPSS\data SPSS Non Syariah.sav'
```

```
/COMPRESSED
```

```
GET
```

```
FILE='E:\My documents (Muhammad Madyan)\Urusan S3\Proposal Disertasi\Data Disertasi\Data S
```

```
DATASET NAME DataSet1 WINDOW=FRONT.
```

```
DESCRIPTIVES VARIABLES=INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE DEPTH SPREAD
```

Descriptives Saham Syariah

Notes

Output Created	01-APR-2013 19:03:13
Comments	
Input	Data
	E:\My documents (Muhammad Madyan)\ Urusan S3\Proposal Disertasi\Data Disertasi\Data SPSS\data SPSS Syariah.sav
Active Dataset	DataSet1
Filter	<none>
Weight	<none>
Split File	<none>
N of Rows in Working Data File	89
Missing Value Handling	Definition of Missing
	User defined missing values are treated as missing.
Cases Used	All non-missing data are used.
Syntax	DESCRIPTIVES VARIABLES=INST INSIDE BLOCK FINST VOLM PRICE VOLT MARKTB DEV SIZE DEPTH SPREAD /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX.
Resources	Processor Time
	Elapsed Time
	00:00:00.02
	00:00:00.02

```
[DataSet1] E:\My documents (Muhammad Madyan)\Urusan S3\Proposal Disertasi\
Data Disertasi\Data SPSS\data SPSS Syariah.sav
```



Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	89	.00	.96	.6592	.22079
INSIDE	89	.00	.70	.0571	.13234
BLOCK	89	.00	.96	.5408	.29115
FINST	89	.00	.95	.3382	.32322
VOLM	89	7.31	17.40	12.3063	2.69595
PRICE	89	56.92	79590.95	4101.9892	11607.00144
VOLT	89	.01	.09	.0373	.01561
MARKTB	89	.13	31.12	2.4231	4.54452
DEV	89	.00	1.00	.6180	.48863
SIZE	89	23.31	33.03	27.2161	2.37468
DEPTH	89	13.28	22.90	18.1474	2.05197
SPREAD	89	.00	.38	.0711	.07782
Valid N (listwise)	89				