

PENGARUH FOREIGN OWNERSHIP TERHADAP LIKUIDITAS PASAR MODAL DI INDONESIA

Annisa Yasmin

Program Studi D3 Manajemen Perusahaan, Sekolah Vokasi, Universitas Diponegoro,
Semarang, Indonesia, annisayasmin@lecturer.undip.ac.id

ABSTRACT

Background – One of economic indicators of a country is the capital market. Liquid capital market can attract investors, both foreign and domestic investors, to invest their ownership in that country, which in turn can improve the country's economic growth.

Aim – This research aims to examine the influence foreign ownership on stock market liquidity in Indonesia.

Design / methodology / approach – This research splits foreign ownership into two groups, the first one is foreign ownership by financial institutions, and the second one is foreign ownership by non-financial corporations. The type of data used is panel data using fixed effect model (FEM). The technique for examining the influence of foreign ownership on liquidity used multiple regression analysis.

Findings – The result found that foreign ownership by financial institutions and non-financial corporations negatively affect liquidity. The study also found a positively non-linear effect between foreign ownership by financial institutions to liquidity and a negatively non-linear effect between foreign ownership by non-financial institutions to liquidity.

Research implication – This research can assist investors in determining investment in the Indonesian capital market by pay attention to variables such as foreign ownership, return, turnover, market capitalization and standard deviation.

Limitation – The research period was short, which was only 21 months due to limited data and the research period that has passed too long, that is January 2012 to September 2013.

Keywords: Ownership, Foreign, Institutions, Liquidity, Bid-Ask Spread

ABSTRAK

Latar Belakang – Salah satu indikator perekonomian suatu negara adalah pasar modal. Pasar modal yang likuid, dapat menarik investor, baik investor asing maupun investor domestik, untuk berinvestasi pada negara tersebut, yang akhirnya dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi negara tersebut.

Tujuan – Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dari *foreign ownership* terhadap likuiditas pasar modal di Indonesia.

Desain / metodologi / pendekatan – Penelitian ini membagi *foreign ownership* kedalam dua kelompok, yaitu kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan. Jenis data yang digunakan merupakan data panel dengan menggunakan *fixed effect model* (FEM). Teknik yang digunakan untuk menguji pengaruh *foreign ownership* terhadap likuiditas adalah dengan menggunakan analisis regresi linier berganda.

Temuan – Hasil yang ditemukan adalah kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan non-keuangan berpengaruh negatif terhadap likuiditas. Penelitian ini juga menemukan adanya pengaruh non-linier yang positif antara kepemilikan asing oleh institusi keuangan terhadap likuiditas dan pengaruh non-linier yang negatif antara kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan terhadap likuiditas.

Implikasi penelitian – Penelitian ini dapat membantu investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia dengan memperhatikan variabel kepemilikan asing serta return, turnover, market capitalization, dan standar deviasi

Batasan penelitian – Periode penelitian yang pendek yaitu hanya selama 21 bulan saja karena keterbatasan data dan periode penelitian yang sudah terlalu lama yaitu Januari 2012 sampai dengan September 2013.

Kata Kunci: Kepemilikan, Institusi, Asing, Likuiditas, Bid-Ask Spread



PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai salah satu indikator perekonomian suatu negara dituntut untuk mengikuti suatu perubahan dan perkembangan dalam rangka memenuhi kebutuhan dan keinginan pasar serta untuk meningkatkan perekonomian suatu negara. Berbagai upaya dilakukan untuk meningkatkan kemudahan bagi para investor dalam melakukan investasi di pasar modal. Salah satunya adalah *financial liberalization*. Bekaert et al., (2001) menemukan bahwa rata-rata pertumbuhan riil suatu negara meningkat sebesar 1 persen hingga 2 persen per tahun setelah *financial liberalization*.

Salah satu barometer yang digunakan para investor untuk melakukan investasi di pasar modal adalah dengan melihat tingginya likuiditas. Semakin likuid suatu pasar akan semakin memudahkan investor dalam menjual dan membeli aset sesuai dengan kebutuhan portofolionya dan perkembangan pasar. Namun jika pasar tidak likuid akan menyulitkan investor untuk menjual aset yang dimilikinya. Harris (2003) menyatakan apabila *traders* menyukai likuiditas karena membuat mereka dapat mengimplementasikan strateginya dengan murah. Bursa menyukai likuiditas karena dapat menarik *traders* lebih aktif di pasar. Regulator menyukai likuiditas karena semakin likuid pasar semakin pasar tidak *volatile* jika dibanding

dengan pasar yang tidak likuid. Harris (2003) juga menyatakan apabila likuiditas memiliki empat dimensi, yaitu *immediacy*, *width*, *depth*, dan *resiliency*.

Likuiditas juga memiliki peranan penting dalam *asset pricing*. Aset yang tidak likuid dan ditransaksikan dengan biaya yang tinggi akan diperdagangkan pada harga yang rendah (Amihud dan Mendelson, 1986). Amihud (2002) menyatakan jika likuiditas dapat memprediksi *return* di masa depan dan *liquidity shocks* berhubungan positif dengan *return shocks*. Bekaert et al., (2007) menemukan jika likuiditas pasar modal adalah salah satu penentu *expected return* pada *emerging market*.

Telah banyak diketahui apabila pasar keuangan negara-negara berkembang (*emerging market*) tidak likuid seperti yang ada di pasar keuangan negara-negara maju (*developed market*) (Rhee dan Wang, 2009). Donadelli dan Prospero (2012) menyatakan jika *emerging market* dikategorikan sebagai pasar yang volatil, namun memberikan *return* yang besar. Kurangnya likuiditas disinyalir sebagai salah satu faktor utama penyebab tingginya volatilitas di *emerging market*. Likuiditas yang rendah menjadi salah satu hambatan yang signifikan dalam perkembangan pasar modal (Rhee dan Wang, 2009). Peningkatan likuiditas pasar modal, suatu negara akan melakukan *financial liberalization* dengan membuka pasar modal kepada investor internasional.



Liberalisasi ini memberikan investor asing kesempatan untuk berinvestasi pada ekuitas domestik dan investor domestik memiliki hak untuk bertransaksi pada ekuitas asing (Bekaert et al., 2007). Stulz (1999) menyatakan jika partisipasi yang besar dari institusi keuangan internasional akan mendorong likuiditas pasar modal lokal dengan pengungkapan informasi yang lebih baik dan aksi *trading* yang lebih aktif. *Financial liberalization* juga memberikan keuntungan kepada *emerging market* berupa kehadiran institusi keuangan asing yang besar sehingga dapat mengurangi tingkat asimetri informasi.

Indonesia mulai membuka pasar modalnya kepada investor asing sejak tahun 1989. Hingga akhir September 2013, investor asing memegang lebih dari 50 persen total jumlah aset yang terdaftar di C-BEST. Berdasarkan penelitian Rhee dan Wang (2009), selama periode Januari 2002 hingga Agustus 2007, *bid-ask spread* turun sebesar 2/3 dan *market depth* lebih besar dua kali lipat di Bursa Efek Indonesia. Fakta ini secara implisit menggambarkan apabila investor asing mempengaruhi likuiditas pasar modal Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini mencoba melihat adakah pengaruh kepemilikan asing terhadap likuiditas pasar modal Indonesia.

Beberapa penelitian sebelumnya telah meneliti likuiditas pada *emerging market*. Namun masih sedikit studi yang meneliti

hubungan *foreign ownership* dan likuiditas. Penelitian Bekaert et al., (2007) menunjukkan ada pengaruh positif dari level keterbukaan terhadap investor asing terhadap likuiditas pada *emerging market*. Penelitian Levine dan Zervos (1998) serta Bekaert et al., (2002) menunjukkan jika likuiditas yang dihitung dari rasio jumlah transaksi terhadap GDP dan jumlah transaksi terhadap kapitalisasi pasar, meningkat setelah terjadi *financial liberalization*. Studi-studi ini tidak secara langsung menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap likuiditas pasar modal. Hubungan antara kepemilikan asing dengan meningkatnya likuiditas digunakan untuk menjelaskan kesuksesan perekonomian setelah liberalisasi pasar modal, seperti ledakan investasi privat biaya modal yang lebih rendah (Bekaert dan Harvey, 2000), serta pertumbuhan ekonomi yang lebih besar (Bekaert et al., 2007).

Penelitian Rhee dan Wang (2009) telah mencoba menguji dampak kepemilikan asing terhadap likuiditas pasar modal di Indonesia. Hasil pengujian menunjukkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan asing dengan likuiditas pasar modal di Indonesia. Kepemilikan asing memiliki dampak negatif terhadap ketiga pengukuran likuiditas pada paruh pertama periode penelitian. Sementara pada paruh kedua periode penelitian kepemilikan asing juga terus memiliki dampak negatif



terhadap *market depth*. Kepemilikan dari institusi keuangan domestik memiliki efek campuran terhadap likuiditas pasar modal Indonesia. Hasil pengujian juga menunjukkan apabila likuiditas di Indonesia meningkat meskipun efek yang didapat dari kepemilikan asing negatif.

Penelitian ini mencoba memperdalam penelitian yang telah dilakukan oleh Rhee dan Wang dengan periode penelitian yang berbeda. Metode pengukuran likuiditas yang digunakan pada penelitian ini sama dengan yang digunakan pada penelitian Rhee dan Wang yaitu *bid ask spread*, kedalaman transaksi saham, dan sensitivitas harga. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Rhee dan Wang adalah penelitian ini membagi kepemilikan asing menjadi dua, yaitu kepemilikan asing dari institusi keuangan dan institusi non keuangan. Maka, berdasarkan latar belakang di atas, maka permasalahan yang diangkat dan tujuan penelitian adalah :

1. Melihat bagaimana kepemilikan asing oleh institusi keuangan mempengaruhi likuiditas pasar modal di Indonesia.
2. Melihat bagaimana kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan mempengaruhi likuiditas pasar modal di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Foreign Ownership

Foreign ownership sebagai salah satu bentuk dari *financial liberalization* dan *stock*

market liberalization telah berkembang menjadi salah satu grup investor penting dibanyak pasar keuangan. Dengan kehadirannya yang signifikan, investor asing memainkan peranan penting dalam pasar keuangan (He et al., 2013). Solnik (1974) serta Adler dan Dumas (1983) menyatakan jika pada pasar keuangan global yang telah terintegrasi secara sempurna berisikan investor yang memiliki *mean-variance* rasional, salah satu harus memegang portofolio sekuritas global beresiko, dimana bobot setiap negara proporsional dengan bobot kapitalisasi di pasar dunia. Menurut teori standar *international portfolio choice*, seharusnya tidak ada alasan untuk memperkirakan ada hubungan kasual antara faktor-faktor dari suatu negara atau dari suatu perusahaan dengan pola investasi yang dilakukan para investor asing (Bolak et al., 2013).

Menurut Errunza (1986), investasi portofolio oleh investor asing dapat memberikan tiga pengaruh positif, yaitu (1) mengembangkan pasar modal di negara tujuan (*development effect*), (2) meningkatkan sumber pendanaan dari luar (*resource effect*), dan (3) meningkatkan nilai saham yang pada akhirnya meningkatkan nilai portofolio oleh investor lokal (*welfare effect*). Di sisi lain, dominasi kepemilikan saham oleh investor asing membuat kinerja pasar modal bisa sangat fluktuatif karena ada potensi penarikan dana setiap saat



sehingga saat itulah peran investor lokal diperlukan. Ketika investor asing menarik portofolionya, maka investor lokal pun dapat menggantikan posisinya tersebut. Namun, kenyataannya investor lokal cenderung masih meniru apa yang dilakukan oleh investor asing. Apabila investor asing telah membeli suatu jenis saham, barulah kemudian hal tersebut diikuti oleh investor lokal. Hal ini menyebabkan *gain* yang diperoleh oleh investor asing lebih besar daripada investor lokal (Chandra, 2010).

Ada dua hal penting yang menjadi acuan para investor dalam berinvestasi. *Pertama*, faktor-faktor yang didasarkan kepada nilai (*value*) dan ukuran (*size*) dari aset telah banyak menjelaskan sekitar variasi imbal hasil di Amerika Serikat dalam kurun waktu tiga per empat abad terakhir. *Kedua*, premium nilai dan ukuran aset telah diobservasi dalam berbagai periode waktu di negara-negara di luar Amerika Serikat, termasuk di Indonesia (Saragih, 2005). Investor asing memang memiliki beberapa kelebihan dibanding investor lokal. Investor asing memiliki karakteristik kuat dalam pendanaan. Dengan demikian, mereka sering berperan sebagai pemimpin pasar karena mampu melakukan transaksi perdagangan dalam jumlah yang besar. Karakteristik lainnya, yaitu mereka juga lebih agresif dalam melakukan transaksi perdagangan (Agarwal et al., 2009). Mereka

cenderung memilih jenis saham yang mempunyai fundamental yang baik, yang tercermin dari karakteristik keuangannya (Wahyudi, 2005). Idealnya investor lokal yang terlebih dahulu mengoleksi suatu jenis saham daripada investor asing sehingga investor lokal dapat memperoleh keuntungan yang lebih besar. Ketika mengetahui jenis saham yang dipilih oleh investor asing, maka diharapkan investor lokal dapat mengambil langkah terlebih dahulu sebelum didahului oleh investor asing (Chandra, 2010).

Beberapa literatur dan studi sebelumnya mencoba untuk meneliti pola dari alokasi portofolio serta preferensi dari investor asing, baik dalam level negara dan level sekuritas. Kang dan Stulz (1997) menguji kepemilikan saham Jepang oleh investor asing untuk periode 1975 hingga 1991. Mereka menemukan dua hal, pertama mereka menyatakan jika investor asing di Jepang tidak memegang portofolio pasar dari saham lokal, investor asing cenderung lebih suka untuk memegang jumlah besar saham dengan kapitalisasi pasar yang besar. Kedua, mereka menemukan jika ukuran perusahaan menjelaskan banyak pada varian data bahkan setelah mengontrol beberapa karakteristik perusahaan seperti *leverage*, *current ratio*, *return on assets*, β , *residual variance*, *excess return*, *market value*, dan *book-to-market*. Kang dan Stulz menginterpretasikan bias



pada ukuran perusahaan karena investor asing lebih memilih saham dari perusahaan yang besar karena mereka lebih memiliki informasi mengenai perusahaan besar untuk menghindari informasi asimetris.

Lin dan Shiu mencoba meneliti kepemilikan asing pada pasar modal Taiwan periode 1996-2000. Mereka menemukan jika investor asing menyukai perusahaan besar dengan *book-to-market* yang rendah. Hasil mereka juga menunjukkan apabila investor asing memiliki preferensi pada perusahaan yang memiliki rasio ekspor yang tinggi. Jiang dan Kim (2004) menyatakan jika transparansi yang semakin besar akan meningkatkan level informasi asimetris di pasar, dan investor asing menyukai saham perusahaan dengan informasi asimetris yang rendah antara manajer perusahaan dan pasar (investor luar).

Leuz et al., (2009) menyatakan apabila informasi asimetris dan biaya monitoring memainkan peran yang penting dalam pengambilan keputusan investor asing. Chao dan Chen (2012) mencoba meneliti hubungan kepemilikan asing dengan pasar modal dan kondisi makroekonomi di Taiwan. Mereka menemukan jika investor asing suka untuk berinvestasi pada saham yang likuid dengan kapitalisasi yang besar.

Froot dan Ramadorai (2001) menyatakan apabila investor asing memiliki kemampuan investasi yang lebih baik yang dapat membantu mereka dalam menganalisa

kondisi pasar untuk mengambil keputusan investasi dibandingkan dengan investor lokal. Informasi asimetris antara investor asing dan lokal adalah salah satu penjelasan mengapa timbul fenomena bias dimana investor cenderung untuk melebihkan portofolionya pada saham domestik dan melepaskan keuntungan yang bisa didapatkan dari diversifikasi internasional (Kang dan Stulz, 1997). Ketelitian dalam menelaah informasi memiliki peran penting dalam membentuk perilaku investor terhadap risiko dalam melakukan investasi asing dan dapat mempengaruhi keputusan investasi dan *trading* (Kalev et al., 2008).

Semenjak dikeluarkannya Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 455/KMK.01/1997 tentang Pembelian Saham Oleh Pemodal Asing melalui Pasar Modal mencabut pembatasan terhadap kepemilikan asing, dimana sebelumnya terdapat pembatasan sebesar 49%. Pencabutan pembatasan ini tentunya memberikan kesempatan yang lebih besar bagi investor asing untuk menanamkan modalnya pada perusahaan di Indonesia melalui pembelian saham di Bursa Efek Indonesia. Peristiwa ini menandai era baru liberalisasi total (dalam arti tidak adanya batasan) pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal dan bursa efek.

Pengertian dan Dimensi Likuiditas Pasar Modal

Pada dasarnya likuiditas sangat sulit didefinisikan dan sulit untuk diestimasi. Pengertian likuiditas menurut Harris (2003) adalah kemampuan untuk bertransaksi dalam jumlah yang besar secara cepat dengan biaya yang rendah tanpa memengaruhi harga. Menurut Muranaga jika dilihat dari sudut pandang pelaku pasar individu, pasar yang likuid secara umum didefinisikan sebagai pasar dengan jumlah transaksi yang besar dan secara bersamaan dapat segera dieksekusi dengan efek minimum pada harga. Kemudian apabila dilihat dari sudut pandang pasar secara keseluruhan, Muranaga mendefinisikan likuiditas sebagai total volume dan profil dari *supply* dan *demand* yang efektif. Bodi et al., (2011) mendefinisikan likuiditas sebagai cepat dan mudahnya aset dapat dijual pada harga yang sesuai. Salah satu bagian dari likuiditas adalah biaya terkait transaksi, biasanya disebut *bid-ask spread*. Bagian lainnya adalah dampak terhadap harga, terjadi apabila pergerakan harga menjadi merugikan ketika *traders* akan mengeksekusi transaksi besar.

Harris (2003) menyatakan apabila likuiditas adalah obyek dari *bilateral search*. Dalam konsep *bilateral search*, pembeli mencari penjual, dan penjual mencari pembeli. Ketika pembeli menemukan penjual dengan syarat jual beli yang

menguntungkan dan dapat diterima kedua belah pihak, pembeli telah menemukan likuiditas. Sebaliknya apabila penjual telah menemukan pembeli dengan syarat jual beli yang menguntungkan pula, maka penjual telah menemukan likuiditas. Berbagai macam dimensi likuiditas berhubungan satu sama lain antara pembeli dan penjual melalui mekanisme konsep *bilateral search* ini. *Traders* harus mengerti hubungan ini agar mereka dapat transaksi lebih efektif.

Dalam bukunya Harris membagi likuiditas menjadi 4 dimensi berdasarkan input dan output dari *bilateral search*. Empat dimensi tersebut adalah :

1. *Immediacy* mengacu pada seberapa cepat transaksi dapat terwujud dalam volume tertentu dengan biaya tertentu. *Traders* biasanya menggunakan *market orders* untuk melakukan penawaran terhadap perdagangan yang *immediate*.
2. *Width* mengacu pada selisih antara minat beli tertinggi dan minat jual terendah pada volume tertentu. Untuk transaksi kecil, *traders* biasanya mengidentifikasi kedalaman menggunakan *bid-ask spread*.
3. *Depth* mengacu pada volume perdagangan yang dapat dilaksanakan pada harga tertentu.
4. *Resiliency* mengacu pada seberapa cepat harga kembali ke level sebelumnya setelah harga tersebut berubah karena respon terhadap

pengajuan *order* transaksi dalam jumlah yang besar oleh investor yang belum mendapat informasi yang tepat (*uninformed traders*).

Traders yang ingin bertransaksi secara cepat akan melakukan *market order* supaya transaksi segera terlaksana. *Traders* tersebut harus membeli pada harga *ask* dan pada harga *bid* sehingga *traders* harus menanggung *bid-ask spread*. Semakin besar *spread* yang ada di pasar semakin mahal *immediacy* yang akan ditanggung *traders*.

Width dan *depth* berkaitan secara erat. *Traders* yang ingin meminimalisasi biaya transaksi pada volume tertentu akan memiliki permasalahan yang sama dengan *traders* yang ingin memaksimalkan volume perdagangan pada biaya tertentu. Strategi terbaik bagi keduanya sama yaitu *traders* harus mencari efisiensi. *Depth* (volume yang diperdagangkan pada harga tertentu) dan *width* (harga yang diperdagangkan pada volume tertentu) meringkas informasi yang sama tentang kondisi likuiditas.

Pengaruh Kepemilikan Asing oleh Institusi Non-Kuangan terhadap Likuiditas Pasar Modal

Kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh perusahaan asing biasa. Motivasi perusahaan biasa dalam membeli saham berbeda dengan motivasi institusi keuangan. Biasanya motivasi perusahaan

ini dalam membeli saham di negara lain adalah untuk melakukan pertumbuhan bagi perusahaannya sendiri, atau sebagai langkah awal dari proses merger atau akuisisi. Motivasi lainnya adalah untuk menambah investasi perusahaan.

Institusi non-keuangan juga memiliki informasi tentang perusahaan yang sahamnya mereka beli karena motivasinya tersebut mereka akan melakukan valuasi yang mendalam. Institusi non-keuangan juga akan terus aktif melakukan pengawasan terhadap perusahaan yang sahamnya mereka beli untuk melakukan pengungkapan. Oleh karena itu harga menjadi *information efficient* karena kehadiran investor yang terinformasi bertambah sehingga likuiditas meningkat.

Faktor yang Mempengaruhi Likuiditas

Purwanto (2004) menyatakan apabila harga berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread*. Harga saham dengan *return* yang tinggi mengindikasikan apabila saham tersebut disukai investor, sehingga membuat *broker* atau *dealer* tidak perlu memegang saham tersebut terlalu lama akhirnya mereka akan menurunkan biaya pemilikan saham dengan mempersempit *bid-ask spread* saham tersebut.

Varian *return* berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread*. Hal ini disebabkan, ketika volatilitas harga saham tinggi, *informed investor* akan memiliki

peluang lebih besar dalam memperoleh keuntungan, sehingga *broker/dealer* akan memperbesar keuntungan sebagai kompensasi atas risiko kerugian dengan meningkatkan *spread*. Risiko yang dihadapi *broker/dealer* dalam memegang suatu saham tercermin dari variabilitas return, sehingga semakin besar risiko suatu saham, *broker/dealer* akan menutupinya dengan *spread* yang lebih besar. Oleh karena itu, varian *return* berpengaruh positif dengan *spread* (Purwanto, 2004).

Stoll dan Whaley (1983) menyatakan lebih mudah untuk bertransaksi pada saham perusahaan besar (kapitalisasi besar) karena informasi tentang mereka lebih banyak karena sorotan media maupun dari analis. Ukuran perusahaan juga berpengaruh terhadap likuiditas dengan mempengaruhi luasnya kepemilikan saham perusahaan tersebut. Agarwal (2007) menyatakan *turnover* saham yang tinggi menunjukkan dispersi tinggi akan keyakinan investor yang timbul karena perbedaan informasi, sehingga dapat mempengaruhi likuiditas saham.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi, Sampel, dan Data Penelitian

Populasi penelitian adalah seluruh saham yang listing di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang digunakan adalah seluruh saham perusahaan yang secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai Januari 2012

hingga September 2013 dan memiliki data lengkap. Seluruh saham yang terdaftar di BEI pada awal 2012 sebanyak 441 emiten. Jumlah saham yang dijadikan sampel adalah 424 emiten, karena hanya sebesar angka tersebut jumlah saham yang secara konsisten dapat diperoleh datanya selama periode penelitian dan tidak mengalami *suspend*. Sebanyak 424 saham ini terbagi kedalam sembilan sector industri.

Pada penelitian ini data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data bulanan atas saham perusahaan sampel yang dipublikasikan melalui Bursa Efek Indonesia, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), dan *Datastream*. Data sekunder yang digunakan pada penelitian ini antara lain data kepemilikan saham oleh pihak asing dan domestik yang diperoleh dari KSEI, data harga *bid* dan harga *ask* diperoleh dari BEI, dan data harga saham, kapitalisasi pasar beserta jumlah saham beredar diperoleh dari *Datastream*.

Hipotesis Penelitian

Hasil penelitian Rhee dan Wang (2009) menunjukkan apabila kepemilikan institusi asing di Indonesia akan berpengaruh negatif terhadap likuiditas pasar modal Indonesia di masa yang akan datang. Namun penelitian Bekaert, Harvey, dan Lundblad pada tahun 2002 dan 2007 menyatakan apabila liberalisasi pasar modal dan keterbukaan terhadap investor asing akan



meningkatkan likuiditas di pasar modal suatu negara berkembang. Levine dan Zervos (1998) juga menyatakan apabila pasar modal cenderung menjadi lebih besar, lebih likuid, lebih volatil, dan lebih terintegrasi setelah liberalisasi. Berdasarkan latar belakang diatas maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₁: Kepemilikan asing oleh institusi keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap likuiditas

H₂: Kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap likuiditas

Variabel Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah dalam penelitian ini variabel penelitian dapat diklasifikasikan atas tiga kelompok variabel.

Pertama, variabel bebas terdiri dari kepemilikan (1) asing oleh institusi keuangan dan (2) kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan. Kepemilikan saham oleh institusi keuangan asing diperoleh dari proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh perusahaan asing yang termasuk dalam perusahaan asuransi, *pension fund*, bank investasi, *mutual fund*, dan perusahaan sekuritas. Kepemilikan saham oleh institusi non-keuangan asing diperoleh dari proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh perusahaan asing biasa yang tidak termasuk dalam perusahaan asuransi, *pension fund*, bank investasi, *mutual fund*,

dan perusahaan sekuritas. **Kedua**, variabel terikat dalam penelitian ini adalah likuiditas saham diukur melalui tiga variabel yaitu:

1. *Bid-ask spread* adalah selisih antara harga penawaran terbaik (minat jual dengan harga paling murah) dan harga *bid* terbaik (minat beli dengan harga paling tinggi) saham suatu perusahaan pada satu hari, dibagi dengan harga tengah antara kedua harga tersebut (Rhee dan Wang, 2009). *Spread* yang lebih rendah berarti lebih murah untuk investor yang ingin cepat bertransaksi dengan memakai *market order* atau membeli pada *ask price* atau menjual pada *bid price*. Sebaliknya jika *spread* lebih tinggi, berarti akan lebih mahal bagi investor apabila ingin bertransaksi. Pada penelitian ini nilai *spread* menggunakan *spread* bulanan yang diperoleh dari rata-rata *spread* harian selama satu bulan (lihat rumus 1).
2. *Stock depth* diukur dengan melihat jumlah nilai transaksi saham suatu perusahaan yang diperdagangkan pada harga *bid* terbaik dan nilai transaksi saham suatu perusahaan yang diperdagangkan pada harga *ask* terbaik (Rhee dan Wang, 2009). Saham dengan kedalaman yang lebih besar akan dianggap lebih likuid, karena saham tersebut dapat menyerap nilai transaksi yang lebih tinggi sebelum mempengaruhi harganya. Perhitungan



depth disini juga menggunakan perhitungan *depth* bulanan yang diperoleh dari rata-rata harian *depth* selama satu bulan (lihat rumus 2).

3. *Price sensitivity* merupakan variasi dari perhitungan rasio AMIVEST yang diperkenalkan oleh AMIVEST *Capital Management* yang diperoleh dari jumlah saham yang diperdagangkan dibagi nilai absolute dari *return* harian. Nilai rasio yang tinggi menunjukkan jika order yang besar dapat dieksekusi dengan pergerakan harga yang kecil, sementara rasio yang rendah menunjukkan jika saham tidak mampu menyerap *order*

$$Spread_{i,t} = \left(\frac{\sum_d^{M_{i,t}} \left(\frac{Ask_{i,d} - Bid_{i,d}}{\frac{Ask_{i,d} + Bid_{i,d}}{2}} \right)}{M_{i,t}} \right)$$

..... (1) Rumus *bid-ask spread*

$$Ln(Depth_{i,t}) = Ln \left(\frac{\sum_d^{M_{i,t}} (Bid_{i,d} \times Q_{i,d}^B) + (Ask_{i,d} \times Q_{i,d}^A)}{M_{i,t}} \right)$$

..... (2) Rumus *stock depth*

$$PS_{i,t} = \frac{\sum_d^{M_{i,t}} \left(\frac{Ln \left(\frac{P_{i,d}^H}{P_{i,d}^L} \right)}{V_{i,d}} \right)}{M_{i,t}}$$

..... (3) Rumus *price sensitivity*

Ketiga, variabel kontrol dalam penelitian ini adalah enam variabel, antara lain (1) kepemilikan saham oleh institusi keuangan domestik diperoleh dari proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh perusahaan domestik yang termasuk dalam perusahaan asuransi, *pension fund*, bank investasi, *mutual fund*, dan perusahaan sekuritas, (2) kepemilikan saham oleh institusi non-keuangan domestik diperoleh

yang besar tanpa pergerakan harga yang besar. Untuk menghindari *zero return* pada denominator, *inverse* dari rasio AMIVEST dilakukan untuk mengukur *illiquidity* (Amihud, 2002). Pada penelitian ini perhitungan *price sensitivity* mengikuti penelitian Rhee dan Wang (2009) yaitu menggunakan volatilitas harga saham harian untuk melihat dampak harga pada perdagangan karena volatilitas akan positif pada hari dengan *zero returns*. Nilai ini merupakan rata-rata harian selama satu bulan (lihat rumus 3).

dari proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh perusahaan domestik biasa yang tidak termasuk dalam perusahaan asuransi, *pension fund*, bank investasi, *mutual fund*, dan perusahaan sekuritas, (3) *return* pada penelitian ini menggunakan *return* bulanan yang diperoleh dari jumlah *return* harian selama satu bulan, (4) standar deviasi penelitian ini menggunakan standar deviasi dari *return* harian saham suatu perusahaan



selama satu bulan, (5) *turnover* merupakan total nilai perdagangan selama satu bulan dibagi dengan total kapitalisasi pasar dan (6) Kapitalisasi pasar menggunakan kapitalisasi pasar bulanan yang diperoleh dari rata-rata kapitalisasi harian. Penelitian ini juga menyertakan hasil kuadrat dari seluruh variabel kepemilikan saham oleh institusi keuangan dan non-keuangan asing dan domestik digunakan untuk melihat adakah pengaruh non-linier dari keempat variabel tersebut terhadap likuiditas.

Teknik Analisis

Untuk menjawab hipotesis digunakan analisis regresi linier berganda (*Multiple Linier Regression Analysis*). Uji ini adalah alat analisis peramalan nilai pengaruh dua variabel bebas atau lebih terhadap satu variabel terikat untuk membuktikan ada atau tidaknya hubungan fungsional atau

hubungan kausal antara variabel bebas (*independent variable*) dengan variabel terikat (*dependent variable*), dibantu program EViews versi 6.

Langkah pertama yang dilakukan adalah menentukan model karena jenis data yang digunakan adalah panel yaitu data yang dikumpulkan secara *cross-section* dari periode tertentu, maka diperlukan teknik tertentu untuk menentukan model yang tepat. Terdapat tiga teknik yang mengestimasi parameter model dengan data panel, yaitu *ordinary least square*, model efek tetap, dan model efek random. Guna menentukan teknik mana yang sebaiknya digunakan untuk mengestimasi model perlu dilakukan *Redundant Fixed Effect LR/Chow-test (Pooled vs. Fixed)* dan *Hausman Test (REM vs. FEM)* terlebih dahulu terhadap tiga persamaan yang akan digunakan pada penelitian ini.

$$SPREAD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FFIN_{i,t-1} + \beta_2 (FFIN_{i,t-1})^2 + \beta_3 FCORP_{i,t-1} + \beta_4 (FCORP_{i,t-1})^2 + \beta_5 DFIN_{i,t-1} + \beta_6 (DFIN_{i,t-1})^2 + \beta_7 DCORP_{i,t-1} + \beta_8 (DCORP_{i,t-1})^2 + \beta_9 r_{i,t} + \beta_{10} FFIN_{i,t-1} \times r_{i,t} + \beta_{11} FCORP_{i,t-1} \times r_{i,t} + \beta_{12} \sigma_{i,t} + \beta_{13} FFIN_{i,t-1} \times \sigma_{i,t} + \beta_{14} FCORP_{i,t-1} \times \sigma_{i,t} + \beta_{15} TOVER_{i,t} + \beta_{16} FFIN_{i,t-1} \times TOVER_{i,t} + \beta_{17} FCORP_{i,t-1} \times TOVER_{i,t} + \beta_{18} Ln(MCAP_{i,t-1}) + \beta_{19} FFIN_{i,t-1} \times Ln(MCAP_{i,t-1}) + \beta_{20} FCORP_{i,t-1} \times Ln(MCAP_{i,t-1}) + e_t \dots\dots (1) \text{ Persamaan berdasarkan rumus (1)}$$

$$Ln(Di,t) = \gamma_0 + \gamma_1 FFIN_{i,t-1} + \gamma_2 (FFIN_{i,t-1})^2 + \gamma_3 FCORP_{i,t-1} + \gamma_4 (FCORP_{i,t-1})^2 + \gamma_5 DFIN_{i,t-1} + \gamma_6 (DFIN_{i,t-1})^2 + \gamma_7 DCORP_{i,t-1} + \gamma_8 (DCORP_{i,t-1})^2 + \gamma_9 r_{i,t} + \gamma_{10} FFIN_{i,t-1} \times r_{i,t} + \gamma_{11} FCORP_{i,t-1} \times r_{i,t} + \gamma_{12} \sigma_{i,t} + \gamma_{13} FFIN_{i,t-1} \times \sigma_{i,t} + \gamma_{14} FCORP_{i,t-1} \times \sigma_{i,t} + \gamma_{15} TOVER_{i,t} + \gamma_{16} FFIN_{i,t-1} \times TOVER_{i,t} + \gamma_{17} FCORP_{i,t-1} \times TOVER_{i,t} + \gamma_{18} Ln(MCAP_{i,t-1}) + \gamma_{19} FFIN_{i,t-1} \times Ln(MCAP_{i,t-1}) + \gamma_{20} FCORP_{i,t-1} \times Ln(MCAP_{i,t-1}) + e_t \dots\dots (2) \text{ Persamaan berdasarkan rumus (2)}$$

$$PSi,t = \theta_0 + \theta_1 FFIN_{i,t-1} + \theta_2 (FFIN_{i,t-1})^2 + \theta_3 FCORP_{i,t-1} + \theta_4 (FCORP_{i,t-1})^2 + \theta_5 DFIN_{i,t-1} + \theta_6 (DFIN_{i,t-1})^2 + \theta_7 DCORP_{i,t-1} + \theta_8 (DCORP_{i,t-1})^2 + \theta_9 r_{i,t} + \theta_{10} FFIN_{i,t-1} \times r_{i,t} + \theta_{11} FCORP_{i,t-1} \times r_{i,t} + \theta_{12} \sigma_{i,t} + \theta_{13} FFIN_{i,t-1} \times \sigma_{i,t} + \theta_{14} FCORP_{i,t-1} \times \sigma_{i,t} + \theta_{15} TOVER_{i,t} + \theta_{16} FFIN_{i,t-1} \times TOVER_{i,t} + \theta_{17} FCORP_{i,t-1} \times TOVER_{i,t} + \theta_{18} Ln(MCAP_{i,t-1}) + \theta_{19} FFIN_{i,t-1} \times Ln(MCAP_{i,t-1}) + \theta_{20} FCORP_{i,t-1} \times Ln(MCAP_{i,t-1}) + e_t \dots\dots (3) \text{ Persamaan berdasarkan rumus (3)}$$

Keterangan :

- $S_{i,t}$ = *bid-ask spread* saham perusahaan i pada bulan t
- $D_{i,t}$ = *market depth* saham perusahaan i pada bulan t
- $PS_{i,t}$ = *price sensitivity* saham perusahaan i pada bulan t
- $FFIN_{i,t-1}$ = kepemilikan saham perusahaan i oleh institusi keuangan asing pada bulan t-1



$FCORP_{i,t-1}$	= kepemilikan saham perusahaan i oleh institusi non-keuangan asing pada bulan t-1
$DFIN_{i,t-1}$	= kepemilikan saham perusahaan i oleh institusi keuangan domestik bulan t-1
$DCORP_{i,t-1}$	= kepemilikan saham perusahaan i oleh institusi non-keuangan domestik pada bulan t-1
$r_{i,t}$	= <i>return</i> saham perusahaan i pada bulan t
$\sigma_{i,t}$	= standar deviasi return saham perusahaan i pada bulan t
$TOVER_{i,t}$	= rasio turnover saham perusahaan i pada bulan t
$Ln(MCAP_{i,t-1})$	= kapitalisasi pasar perusahaan i pada bulan t-1
e_t	= kesalahan residual

Setelah menemukan model yang tepat untuk setiap persamaan, langkah selanjutnya adalah melakukan uji *t* dan uji *F* untuk melihat pengaruh dari variabel bebas dan variabel kontrol terhadap variabel terikat. Tingkat signifikansi yang digunakan uji *t* tersebut adalah 1 persen, 5 persen, dan 10 persen, sementara untuk uji *F* adalah sebesar 5 persen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Hasil Pengujian Data

Setelah data memenuhi serangkaian uji hipotesis yang telah dilakukan sebelumnya

maka dapat dilakukan pengujian terhadap model terpilih untuk membuktikan hipotesis. Dari hasil pengujian, ditemukan bahwa model terbaik adalah Model Efek Tetap (FEM) untuk ketiga persamaan. Tabel dibawah akan menguraikan hasil pengujian regresi untuk melihat pengaruh variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan (*FFIN*) dan kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan (*FCORP*) serta seluruh variabel kontrol terhadap *bid-ask spread*.

Tabel 1
 Hasil Output Regresi

Variabel Independen	$SPREAD_{i,t}$	$DEPTH_{i,t}$	$PS_{i,t}$
Constanta	0,171 *	-10,797 ***	$1,17 \times 10^{-7}$ ***
$FFIN_{i,t-1}$	0,318 ***	-8,837 ***	$1,37 \times 10^{-7}$ **
$(FFIN_{i,t-1})^2$	-0,157***	2,896 *	$-3,44 \times 10^{-8}$ ***
$FCORP_{i,t-1}$	-0,689***	-13,042*	$-4,28 \times 10^{-8}$
$(FCORP_{i,t-1})^2$	-0,028	-9,137 ***	$-1,14 \times 10^{-8}$
$DFIN_{i,t-1}$	0,051	8,199 ***	$2,6 \times 10^{-8}$ *
$(DFIN_{i,t-1})^2$	-0,139**	-15,119***	$-3,42 \times 10^{-8}$
$DCORP_{i,t-1}$	0,002	-4,566 ***	$2,76 \times 10^{-9}$
$(DCORP_{i,t-1})^2$	0,017	5,086 ***	$3,85 \times 10^{-9}$
$RETURN_{i,t}$	-0,008**	0,165	$-1,38 \times 10^{-8}$ ***
$R_{i,t} \times FFIN_{i,t-1}$	-0,016	-0,603	$1,83 \times 10^{-8}$ ***
$R_{i,t} \times FCORP_{i,t-1}$	0,020	3,653 ***	$1,00 \times 10^{-8}$ *
$STDV_{i,t}$	0,024	-0,166	$7,51 \times 10^{-8}$ ***



Variabel Independen	$SPREAD_{i,t}$	$DEPTH_{i,t}$	$PS_{i,t}$
$STDV_{i,t} \times FFIN_{i,t-1}$	0,105	3,215	$-1,16 \times 10^{-8***}$
$STDV_{i,t} \times FCORP_{i,t-1}$	-0,179	34,785 ***	$8,44 \times 10^{-8*}$
$TOVER_{i,t}$	-0,047***	7,799	$-1,39 \times 10^{-8***}$
$TOVER_{i,t} \times FFIN_{i,t-1}$	-0,008	0,574	$-4,46 \times 10^{-9}$
$TOVER_{i,t} \times FCORP_{i,t-1}$	-0,076	-2,177	$-4,12 \times 10^{-8}$
$MCAP_{i,t-1}$	-0,005***	1,037 ***	$-4,21 \times 10^{-9***}$
$MCAP_{i,t-1} \times FFIN_{i,t-1}$	-0,009**	0,228	$-3,77 \times 10^{-9*}$
$MCAP_{i,t-1} \times FCORP_{i,t-1}$	0,027***	0,549 ***	$2,10 \times 10^{-9}$

Sumber: Data Penelitian Diolah (2013)
 keterangan: *one sided significance at 10%,
 ** one sided significance at 5%
 *** one sided significance at 1%

Secara keseluruhan hasil pengujian diatas menunjukkan jika kepemilikan asing oleh institusi keuangan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *bid-ask spread*. Kepemilikan asing oleh institusi keuangan juga berpengaruh positif signifikan terhadap *bid-ask spread* ketika berinteraksi dengan seluruh variabel kontrol.

Hasil pengujian berikutnya menunjukkan jika kepemilikan asing oleh institusi keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock depth*, sementara ketika berinteraksi dengan seluruh variabel kontrol kepemilikan asing oleh institusi keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock depth*. Selanjutnya kepemilikan asing oleh institusi keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap *price sensitivity*. Kepemilikan asing oleh institusi keuangan juga berpengaruh negatif signifikan terhadap *price sensitivity* ketika berinteraksi dengan seluruh variabel kontrol. Sehingga disimpulkan apabila

kepemilikan asing oleh institusi keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap *bid-ask spread*, berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock depth*, dan berpengaruh positif signifikan terhadap *price sensitivity*.

Hal ini menunjukkan apabila semakin besar jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi keuangan asing maka semakin besar *bid-ask spread*, semakin kecil *stock depth*, dan semakin besar *price sensitivity*. Sehingga dapat disimpulkan apabila kehadiran investor asing dari institusi keuangan akan menurunkan likuiditas. Likuiditas dicerminkan dari rendahnya *bid-ask spread*, *stock depth* yang tinggi, dan *price sensitivity* yang rendah.

Hasil yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan terhadap likuiditas ini tidak sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan jika kehadiran investor asing dari institusi keuangan akan meningkatkan likuiditas. Pengaruh negatif ini mendukung

teori *adverse selection hypothesis* seperti yang dijelaskan Rubin (2007) dan Agarwal (2007) yang menyatakan jika semakin meningkatnya jumlah kepemilikan dari institusi yang lebih terinformasi, dalam kasus ini berarti institusi keuangan asing, akan menyebabkan *market makers* mengurangi kerugian yang diakibatkan oleh investor yang lebih terinformasi dengan melebarkan *spread* antara *bid* dan *ask* serta mengurangi jumlah saham yang mereka tawarkan sehingga likuiditas menurun. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan jika hubungan negatif ini mungkin disebabkan oleh strategi yang dianut dari institusi asing yaitu *buy-and-hold strategy*.

Hasil regresi juga menemukan adanya pengaruh non-linier antara kepemilikan asing oleh institusi keuangan dengan likuiditas. Hubungan non-linier ini berarah negatif dengan *bid-ask spread*, berarah positif dengan *stock depth*, dan berarah negatif dengan *price sensitivity*. Hal ini menunjukkan apabila jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi keuangan asing naik sebesar satu satuan maka *bid-ask spread* akan menurun sebesar dua kali lipat, *stock depth* akan meningkat dua kali lipat, dan *price sensitivity* akan menurun dua kali lipat.

Hasil ini sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan jika kehadiran investor yang merupakan institusi keuangan asing akan menurunkan informasi asimetris dan

meningkatkan likuiditas. Hubungan non-linier ini sejalan dengan penelitian Agarwal (2007) yang menyatakan jika ada hubungan non-linier antara investor institusional dengan likuiditas. Pengaruh non-linier mungkin disebabkan oleh aksi *herding* investor domestik. Ketika investor asing masuk ke pasar modal, investor domestik akan mengikuti aksi beli dan aksi jual yang dilakukan oleh investor asing.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap *bid-ask spread*. Namun, kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan memiliki efek gabungan yang berpengaruh positif signifikan terhadap *bid-ask spread* ketika berinteraksi dengan variabel kontrol. Kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock depth*, sementara ketika berinteraksi dengan variabel kontrol, efek gabungan dari kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan akan berpengaruh positif signifikan terhadap *stock depth*. Berikutnya kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *price sensitivity*. Kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap *price sensitivity* ketika berinteraksi dengan *return* dan standar deviasi.

Secara keseluruhan hasil pengujian dari kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan menunjukkan adanya pengaruh

negatif signifikan terhadap *bid-ask spread* dan *stock depth*. Kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan juga memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *price sensitivity* melalui interaksinya dengan *return* dan standar deviasi. Sehingga dapat disimpulkan apabila secara keseluruhan kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh negatif terhadap likuiditas karena hadirnya investor asing dari institusi non-keuangan akan menurunkan *stock depth* serta meningkatkan *price sensitivity* ketika berinteraksi dengan *return* dan standar deviasi, walaupun *bid-ask spread* menurun.

Hasil ini kembali mendukung *adverse selection hypothesis* yang menyatakan jika semakin meningkatnya jumlah kepemilikan dari institusi yang lebih terinformasi, dalam kasus ini berarti institusi non-keuangan asing, akan menyebabkan *market makers* mengurangi kerugian yang diakibatkan oleh investor yang lebih terinformasi dengan melebarkan *spread* antara *bid* dan *ask* serta mengurangi jumlah saham yang mereka tawarkan sehingga likuiditas menurun. Pengaruh negatif dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan juga sejalan dengan penelitian Rhee dan Wang (2009). Mereka menyatakan jika besarnya kepemilikan yang dimiliki oleh institusi non-keuangan asing akan membuat mereka menjadi *insiders*. Rhee dan Wang (2009) juga menyatakan jika hubungan negatif ini mungkin disebabkan oleh strategi yang dianut dari institusi asing

yaitu *buy-and-hold strategy*. Hal ini akan meningkatkan informasi asimetri antara investor lokal dan investor asing.

Penelitian ini juga menemukan adanya pengaruh non-linier antara kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan terhadap *stock depth*. Hasil yang menunjukkan adanya hubungan nonlinier ini sejalan dengan penelitian Agarwal (2007) yang menyatakan jika ada hubungan non-linier antara investor institusional dengan likuiditas. Hubungan non-linier pada penelitian ini berarah negatif dengan *stock depth*. Hal ini mengindikasikan apabila jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi non-keuangan asing naik sebesar satu satuan maka *stock depth* akan menurun sebesar dua kali lipat.

Pengaruh negatif yang non-linier antara kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan dengan *stock depth* menunjukkan apabila kehadiran investor dari institusi non-keuangan asing akan menurunkan likuiditas. Kepemilikan domestik oleh institusi keuangan memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap *stock depth* dengan koefisien sebesar 8,199.

Sementara kepemilikan domestik oleh institusi non-keuangan memiliki pengaruh non-linier yang negatif terhadap *bid-ask spread* dan *stock depth*. Sehingga secara keseluruhan dapat disimpulkan apabila kepemilikan domestik oleh institusi keuangan berpengaruh positif terhadap likuiditas. Artinya dengan semakin

bertambahnya kepemilikan domestik oleh institusi keuangan akan meningkatkan likuiditas pada pasar modal di Indonesia. Hal ini disebabkan persaingan antar investor institusi keuangan di Indonesia dalam meraih *capital gain* sehingga mereka sering melakukan aksi beli dan aksi jual yang akhirnya meningkatkan likuiditas.

Kepemilikan domestik oleh institusi non-keuangan (*DCORP*) memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap *stock depth*. Namun, *DCORP* memiliki pengaruh non-linier yang positif signifikan terhadap *stock depth*. Secara keseluruhan dapat disimpulkan apabila bertambahnya kepemilikan domestik oleh institusi non-keuangan akan mengurangi likuiditas. Hal ini disebabkan karena sifat dari investor institusi non-keuangan yang lebih menyukai *buy-hold strategy* karena tujuan mereka adalah untuk meraih keuntungan jangka panjang bukan untuk jangka pendek seperti investor institusi keuangan.

Salah satu faktor yang menyebabkan adanya pengaruh negatif dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan non-keuangan terhadap likuiditas disebabkan oleh adanya fenomena *hot money*. *Hot money* adalah modal atau dana yang mengalir dari suatu negara ke negara lainnya dalam rangka menghasilkan keuntungan jangka pendek pada selisih tingkat bunga dan dari perubahan kurs nilai tukar. Aliran modal ini disebut "*hot money*" karena modal ini dapat berpindah sangat

cepat untuk keluar masuk pasar yang akhirnya dapat menyebabkan terjadinya ketidakstabilan pasar (Martin dan Morrison, 2008). Pada periode penelitian terjadi beberapa isu seperti The Fed yang akan melakukan *tapering quantitative easing* serta perekonomian Amerika yang mulai membaik sejak krisis sehingga hal ini membuat para investor asing menarik *hot money* yang ada di Indonesia dan menyebabkan likuiditas menurun.

Return memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap *bid-ask spread* dan *price sensitivity* dengan koefisien masing-masing sebesar -0,008 dan $-1,38 \times 10^{-8}$. Artinya ketika *return* naik sebesar 1% maka *bid-ask spread* akan turun sebesar -0,008% dan *price sensitivity* akan turun sebesar $-1,38 \times 10^{-8}\%$. *Bid-ask spread* dan *price sensitivity* menurun menunjukkan apabila likuiditas meningkat. Sehingga dapat disimpulkan apabila semakin besar *return* suatu saham maka likuiditas saham tersebut akan meningkat. Hal ini sejalan dengan penelitian Purwanto (2004) yang menyatakan jika *return* yang besar akan semakin disukai investor sehingga investor akan aktif memperdagangkan saham tersebut yang akhirnya dapat meningkatkan likuiditas.

Standar deviasi memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap *price sensitivity* dengan nilai koefisien sebesar $7,51 \times 10^{-8}$. Meningkatnya *price sensitivity* menunjukkan apabila likuiditas menurun. Sehingga dapat disimpulkan apabila

semakin besar standar deviasi suatu saham, maka likuiditas akan menurun. Hal ini sesuai dengan penelitian Purwanto (2004) yang menyatakan apabila semakin besar volatilitas *return* suatu saham maka risiko yang dihadapi investor semakin besar sehingga saham tersebut kurang disukai dan menyebabkan likuiditas berkurang.

Turnover memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap *bid-ask spread* dan *price sensitivity*, serta pengaruh yang positif signifikan terhadap *stock depth* dengan koefisien sebesar -0,008, $-4,46 \times 10^{-9}$, dan 7,799. *Bid-ask spread* serta *price sensitivity* yang turun dan *stock depth* yang meningkat menunjukkan jika likuiditas meningkat. Sehingga disimpulkan apabila meningkatnya *turnover* akan meningkatkan likuiditas. Hal ini sejalan dengan penelitian Agarwal (2007) yang menyatakan jika

semakin besar jumlah saham yang diperdagangkan dan diputar pada satu hari maka semakin likuid saham tersebut.

Market capitalization berpengaruh negatif signifikan terhadap *bid-ask spread* dan *price sensitivity*, serta berpengaruh positif signifikan terhadap *stock depth* dengan koefisien masing-masing sebesar -0,005, $-4,21 \times 10^{-9}$, dan 1,037. Hal ini mengindikasikan apabila semakin besar kapitalisasi pasar suatu saham maka semakin besar pula likuiditas saham tersebut. Hasil ini sejalan dengan penelitian Stoll dan Whaley (1983) yang menyatakan jika semakin besar *market capitalization* suatu saham maka informasi tentang mereka lebih banyak karena sorotan media maupun dari analis, sehingga membuat investor menyukai saham tersebut dan membuat likuiditas meningkat.

Tabel 2
Hasil Olah Uji *F* dan Koefisien Determinasi Berganda

Variabel dependen	<i>F</i> -statistic	Prob <i>F</i> -statistic	<i>R</i> -squared
Bid-ask spread	46,232	0	0,738
Stock depth	48,565	0	0,728
Price sensitivity	5,113	0	0,235

Sumber: Olah Data Penelitian (2013)

Nilai signifikansi *F* untuk ketiga persamaan adalah 0. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan apabila variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan non-keuangan serta seluruh variabel kontrol secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap *bid-*

ask spread, *stock depth*, dan *price sensitivity* yang berarti menolak *H₀*.

Nilai *R-squared* untuk persamaan pertama dengan *bid-ask spread* sebagai dependen variabel adalah sebesar 0,738. Hal ini mengindikasikan jika 73,8% variabilitas *bid-ask spread* dapat dijelaskan oleh variabel bebas yang terdiri dari

kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan non-keuangan serta seluruh variabel kontrol. Nilai *R-squared* untuk persamaan kedua adalah sebesar 0,728 hal ini menunjukkan jika sebesar 72,8% variabilitas *stock depth* dapat dijelaskan oleh variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan non-keuangan serta seluruh variabel kontrol. Kemudian *R-squared* untuk persamaan ketiga dengan *price sensitivity* sebagai variabel dependen adalah sebesar 0,235. Hal ini menunjukkan jika variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan asing oleh institusi keuangan dan non-keuangan serta seluruh variabel kontrol mampu menjelaskan *price sensitivity* sebesar 23,5%.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan maka dari penelitian ini dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan asing oleh institusi keuangan memiliki pengaruh negatif terhadap likuiditas. Hasil ini sejalan dengan penelitian Rhee dan Wang (2009) menyatakan apabila masuknya investor institusi asing akan menurunkan likuiditas. Pengaruh yang negatif juga sejalan dengan *adverse selection hypothesis* yang menyatakan apabila jumlah kepemilikan meningkat dari institusi yang lebih terinformasi, dalam kasus ini berarti institusi keuangan asing, akan menyebabkan

market makers mengurangi kerugian yang diakibatkan oleh investor yang lebih terinformasi dengan melebarkan *spread* antara *bid* dan *ask* serta mengurangi jumlah saham yang mereka tawarkan sehingga likuiditas menurun. Kepemilikan asing oleh institusi keuangan juga memiliki pengaruh non-linier positif terhadap likuiditas. Pengaruh non-linier ini disebabkan oleh aksi *herding* yang dilakukan investor domestik terhadap investor asing.

2. Kepemilikan asing oleh institusi non-keuangan berpengaruh negatif dan non-linier yang negatif terhadap likuiditas. Pengaruh negatif ini disebabkan oleh keluarnya *hot money* yang sebelumnya masuk ke pasar modal Indonesia sehingga menyebabkan likuiditas menurun.

IMPLIKASI PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia dengan melihat variabel kepemilikan asing serta *return*, *turnover*, *market capitalization*, dan standar deviasi. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan saran kepada Bursa Efek Indonesia untuk lebih memperhatikan aliran kepemilikan asing ke pasar modal kita, karena kepemilikan asing merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi likuiditas di pasar modal Indonesia.



ACKNOWLEDGEMENT

Penulis mengucapkan terima kasih kepada anggota peneliti dan seluruh pihak yang

telah terlibat dan membantu penulis dalam menyelesaikan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Adler, M., & Dumas, B. (1983). International Portofolio Choice and Corporation Finance. *Journal of Finance*, 925-984.
- Agarwal, P. (2007). Institutional Ownership and stock liquidity. *Working Paper, Cornell University*.
- Agarwal, S., Faircloth, S., Liu, C., & Rhee, S. (2009). Why do foreign investors underperform domestic investors in trading activities? Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Markets*, 32-53.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 223-249.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 31-56.
- Bekaert, G., & Harvey, C. (2000). Foreign Speculators and emerging equity markets. *Journal of Finance*, 565-613.
- Bekaert, G., Harvey, C., & Lundblad, C. (2001). Emerging equity market and economic development. *Journal of Development Economics*.
- Bekaert, G., Harvey, C., & Lundblad, C. (2002). Dating the integration of world equity market. *Journal of Financial Economics*, 203-247.
- Bekaert, G., Harvey, C., & Lundblad, C. (2007). Liquidity and expected returns: Lesions from emerging market. *Review of Financial Studies*.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2011). *Investments and Portofolio Management*. New York: McGraw-Hill.
- Bolak, M., Diyarbakirlioglu, E., & Suer, O. (2013). Foreign ownership and financial information. *EuroMed Journal of Business*, 154-171.
- Chandra, R. (2010). Analisis Pemilihan Saham oleh Investor Asing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, 101-113.
- Chao, M., & Chen, S. (2012). A study of factors influencing foreign share holdings in the Taiwan semiconductor industry. *Emerging Markets Finance & Trade*, 153-170.
- Errunza, V. (1986). On Benefits of Tapping Foreign Portofolio Investments: An Indian Perspective. *Economic and Political Weekly*.
- Froot, K., & Ramodarai, T. (2001). The Information content of international portofolio flows. *NBER Working Paper*.



- Harris, L. (2003). *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press, Inc.
- He, W., Li, D., Jianfeng, S., & Zhang, B. (2013). Large foreign ownership and stock price informativeness around the world. *Journal of International Money and Finance*, 211-230.
- Kang, J., & Stulz, R. (1997). Why is there a home bias? an analysis of foreign portofolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*
- Kalev, P., Nguyen, A., & Oh, N. (2008). Foreign versus local investors: Who knows more? Who makes more? *Journal of Banking & Finance*, 2376-2389.
- Jiang, L., & Kim, J. (2004). Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 185-221.
- Leuz, C., Lins, K., & Warnock, F. (2009). Do foreigners invest less in poorly governed firms? *Review of Financial Studies*, 3245-3285.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Capital control liberalization and stock market development. *World Development*, 1169-1183.
- Martin, M., & Morrison, W. (2008, July 21). *China's "Hot Money" Problems*. (CRS Report for Congress) Dipetik Januari 5, 2014, dari www.fas.org:
<https://www.fas.org/sgp/crs/row/RS22921.pdf>
- Purwanto, A. (2004). Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan, dan Varian Return terhadap Bid-Ask Spread pada Masa Sebelum dan Sesudah Right Issue di BEJ Periode 2000-2002. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*.
- Rhee, S., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking and Finance*, 1312-1324.
- Rubin, A. (2007). Ownership level, ownership concentration, and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 219-248.
- Saragih, F. (2005). Menjelaskan Perilaku Imbal Hasil Saham dari Perspektif Model Asset Pricing: Suatu Studi Literatur bagi Peneliti di Bidang Keuangan dan Investasi. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Bisnis & Birokrasi*, 13.
- Solnik, B. (1974). An equilibrium model of international capital market. *Journal of Economic Theory*, 500-524.
- Stoll, H., & Whaley, R. (1983). Transaction costs and the small firm effect. *Journal of Financial Economics*, 57-79.
- Stulz, R. M. (1999). Globalization of equity markets and cost of capital. *NBER Working Paper Series*.
- Wahyudi, S. (2005, Januari 17). *Membaca Strategi Investor Asing*. Dipetik November 3, 2013, dari www.suaramerdeka.com.

