

BID-ASK SPREAD DAN PERIODE KEPEMILIKAN SAHAM PADA PERUSAHAAN LQ-45

**Vinus Maulina
Rusno**

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

***Keywords:** Asymmetrical Information, Holding Periods, Ownership of LQ 45 Shares, Variance Return, Bid-ask Spread, Dividend Pay Out*

PENDAHULUAN

Peran pasar modal dalam globalisasi ekonomi semakin penting terutama terkait dengan arus permodalan dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Pasar modal dalam hal ini berfungsi sebagai “mediator” antara pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana investasi

*Vinus Maulina, Dosen Pendidikan Ekonomi, FKIP Universitas Kanjuruhan Malang
Rusno, Dosen Pendidikan Ekonomi, FKIP Universitas Kanjuruhan Malang*

(perusahaan) dari sektor riil. Hal ini membuka peluang besar bagi perusahaan untuk mendapatkan dana murah untuk jangka panjang melalui skema modern atau syariah selain dana pinjaman (*debt*) dari perbankan konvensional.

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

Pasar Modal Indonesia sejauh ini sudah sangat baik, bahkan tergolong *excellent*. Di kalangan G-20, di luar China dan India, perekonomian Indonesia mampu tumbuh 5-6% pada 2010 dan pada triwulan III tahun 2011 meningkat hingga 6,5%. Indikator tersebut akan terus memancing dana investasi asing yang besar untuk masuk ke Bursa Efek Indonesia. Indikator perekonomian yang dinilai stabil dari terjangan krisis ekonomi global dan kinerja IHSG tersebut membuat persepsi risiko investasi di Indonesia terus membaik di mata investor asing.

Penguatan nilai tukar yang dibarengi oleh peningkatan IHSG di Pasar Modal Indonesia, di samping memberikan keuntungan yang besar juga setara dengan risikonya. Sumber resiko investasi dapat muncul dari berbagai faktor, seperti nilai tukar terhadap USD, inflasi, kebijakan pemerintah, siklus bisnis, inovasi teknologi, pertumbuhan ekonomi, *frauding* serta krisis geopolitik. Salah satu resiko terbesar saat ini adalah pemulihan ekonomi global, terutama ekonomi AS yang mampu menggerakkan sekitar 22% ekonomi global (Bank Indonesia, 2008).

Peningkatan kapitalisasi pasar modal Indonesia (*market capitalization*) yang melonjak pesat dalam 5 tahun belakangan ini, tidak dibarengi dengan peningkatan fundamental bursa saham, baik dari sisi pasokan (*supply*) maupun permintaan (*demand*). Dari sisi *demand*, jumlah investor domestik yang aktif melakukan transaksi hanya sekitar 150.000 investor sedangkan dari sisi *supply* kenaikan jumlah emiten kurang signifikan jika dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar yang lebih dari 3000 triliun. Akibatnya bursa efek begitu mudah terkena guncangan eksternal. Krisis keuangan yang berdampak pada aktivitas pasar modal global tahun 2008 menjadi pelajaran yang berharga, bagaimana IHSG turun sampai dengan level yang tidak diperkirakan, per tanggal 16 September 2008 menyentuh level terendah 1.719,254, terkoreksi 39,3 persen dihitung dari level IHSG tertinggi 9 Januari 2008 di level 2.830,260 yang menyebabkan investor di Bursa Efek Indonesia mengalami kerugian yang cukup besar. Meski level IHSG saat ini cukup tinggi, belum dipastikan merupakan level equilibrium baru, tetapi dengan kondisi fundamental yang seperti ini, tidak akan menahan aksi spekulasi yang mendorong IHSG terkoreksi lebih dalam (Sari, 2009).

Proporsi investor di Pasar Modal Indonesia juga masih didominasi oleh investor asing. Berdasarkan Statistik Pasar Modal Indonesia (2010) dapat diketahui bahwa kepemilikan saham oleh investor asing mendominasi pasar modal sebesar

63,66%. Peran investor asing ini di satu sisi membawa dampak positif, yaitu meningkatkan likuiditas berupa aliran modal masuk (*capital inflow*), tetapi di sisi yang lain merupakan ancaman instabilitas pasar ketika investor asing ini keluar dan menarik modalnya (*capital outflow*) secara masif dan tiba-tiba. Ketidakpastian perekonomian global sebagai dampak dari krisis keuangan AS masih dominan dan memberikan peluang terjadinya *capital outflow* secara besar-besaran di Pasar Modal Indonesia.

Penyampaian informasi yang berupa sinyal kepada investor (pemegang saham) dapat berupa publikasi laporan keuangan serta laporan pendukungnya atau yang berkaitan tentang pembayaran dividen. Weston dan Copeland (1997) menyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan suatu kondisi dimana perusahaan mengalami pertumbuhan, sehingga apabila manajemen mengumumkan akan menurunkan dividennya, sementara investor mengharapkan pembayaran dividen meningkat, maka investor akan merespon negatif terhadap informasi tersebut dan akhirnya akan berpengaruh terhadap penurunan harga saham.

Glosten dan Milgrom (1985) mengemukakan bahwa informasi asimetri akan memperbesar *bid-ask spread* dan sebaliknya pengurangan terhadap informasi asimetri akan mengurangi *adverse selection* yang merupakan komponen dari *spread* yang pada akhirnya akan memperkecil *bid-ask spread*. Investor yang memiliki informasi atas saham suatu perusahaan akan mempunyai peluang lebih besar dalam mengoptimalkan keuntungan dibandingkan investor yang tidak memiliki informasi karena investor akan mampu bertransaksi dengan harga yang mendekati nilai sesungguhnya.

Harga saham merupakan salah satu faktor yang penting mengapa investor mau melakukan investasi di pasar modal disamping motivasi mendapatkan dividen, karena transaksi pada saham dapat dilakukan dalam frekuensi yang tidak terbatas, sehingga ada kemungkinan mendapatkan *capital gain* dalam jumlah yang berlipat. Dalam banyak literatur keuangan secara umum, perilaku investor di pasar modal menggambarkan bahwa *bid-ask spread* sangat berpengaruh terutama bagi investor yang mengharapkan memperoleh *capital gain*, karena hal ini dipandang sebagai salah satu komponen biaya dalam perdagangan saham. Investor di pasar modal Indonesia yang memiliki karakteristik lebih mengutamakan mengejar keuntungan atas modal yang berupa *capital gain* dalam jangka pendek, selalu memperhatikan *bid-ask spread* setiap saham guna mengambil keputusan jual dan beli saham, pada harga berapa suatu saham akan dibeli atau dijual dan berapakah besarnya *bid-ask spread* yang diinginkan.

Bid-ask spread merupakan selisih antara *bid price* dengan *ask price*. *Bid price* adalah harga tertinggi yang ditawarkan oleh *dealer* atau harga dimana spesialis atau *dealer* menawar untuk membeli saham, sedangkan *ask price* adalah harga terendah dimana *dealer* bersedia untuk menjual saham. *Bid-ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yang berasal dari *Inventory holding cost*, *Order processing cost* dan *asymmetric information cost*. (Glosten & Harris, 1998; Chiang & Venkatesh, 1998; Stoll, 2000). Biaya pemilikan sekuritas (*Inventory holding cost*) terdiri dari risiko harga dan *opportunity cost* yang dihubungkan dengan pemilikan saham. Biaya pemrosesan (*order processing cost*) berhubungan dengan biaya untuk mengatur perdagangan, pencatatan transaksi, administrasi, telepon dan sebagainya. Sedangkan biaya asimetri informasi

(*asymmetric information cost*) adalah biaya yang timbul karena adanya informasi yang tidak didistribusikan secara merata kepada semua pelaku di pasar modal, dalam hal ini *dealer* sebagai partisipan pasar modal. Besarnya ketidakseimbangan informasi yang dihadapi *dealer* akan tercermin pada *spread*. Oleh karena itu, *dealer* selalu berusaha menentukan *spread* secara wajar dengan mempertimbangkan kejadian tertentu atau kondisi informasi lainnya sehubungan dengan sekuritas yang dimiliki (Gunawan dan Indah, 1995; Ambarwati, 2008). *Bid-ask spread* juga merupakan faktor penting yang dipertimbangkan investor dalam memutuskan untuk menggunakan *market order* atau *limit order*. *Market order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar saat ini sedangkan *limit order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar tetapi tidak boleh lebih jelek dari harga yang ditetapkan investor (Ekaputra, 2006; Frensidy, 2008).

Berdasarkan latar belakang penelitian di atas, perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat pengaruh variabel *variance return*, volume perdagangan, harga saham dan *return* saham terhadap *bid-ask spread* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45
2. Apakah terdapat pengaruh variabel *variance return*, nilai pasar, *bid – ask spread* dan *dividend pay out* terhadap *holding periods* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45
3. Manakah diantara variabel – variabel *variance return*, volume perdagangan, harga saham dan *return* saham yang paling berpengaruh terhadap *bid-ask spread* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45
4. Manakah diantara variabel – variabel *variance return*, nilai pasar, *bid – ask spread* dan *dividend pay out* yang paling berpengaruh terhadap *holding periods* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Informasi Asimetri (*Asymmetric Information Theory*)

Asymmetric information merupakan suatu kondisi dimana para pelaku pasar modal tidak memiliki informasi yang sama terhadap suatu perusahaan emiten, artinya pelaku pasar yang satu mendapatkan informasi yang lebih dibandingkan pelaku pasar yang lainnya.

Informasi dalam mekanisme pasar modal adalah menyebar diantara para pelaku pasar yang mencakup emiten, penjamin emisi dan investor. Penyebaran informasi akan menimbulkan:

- a. Kondisi *symmetric information* yaitu informasi yang menyebar secara merata diantara semua partisipan pasar.
- b. Kondisi *asymmetric information* adalah keadaan muatan informasi yang berbeda antara pihak manajemen dengan investor mengenai kinerja perusahaan, dimana pihak manajemen lebih mengetahui kondisi internal perusahaan. Hal ini dikarenakan oleh pasar persaingan tidak sempurna yang berarti pasar belum dapat menciptakan suatu kondisi yang memungkinkan informasi dapat dengan mudah diperoleh oleh para investor. Ada 2 tipe utama

asymmetric information (Scott,1997) yang pertama adalah *adverse selection* yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan investor sebagai pihak luar. Adanya informasi yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan kepada pemegang saham. Yang kedua adalah *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.

Teori Bid-Ask Spread

Mengulas mengenai *bid-ask spread* tidak bisa terlepas dari adanya aktivitas yang dilakukan oleh pihak-pihak tertentu yang dapat mempengaruhi besarnya transaksi sekuritas di lantai bursa. *Bid-ask spread* merupakan persentase selisih antara *bid price* dengan *ask price*. Ada dua model spread yaitu:

1. *Dealer spread*, selisih antara harga *bid* (harga beli) dengan harga *ask* (harga jual) yang menyebabkan individu dealer ingin memperdagangkan sekuritas dengan aktiva sendiri.
2. *Market spread*, selisih antara *highest bid* (harga tertinggi yang diminta untuk membeli) dan *lowest ask* (harga terendah yang ditawarkan untuk menjual) yang terjadi pada saat tertentu.

Dalam perdagangan sekuritas, investor berkeinginan untuk membeli dan/atau menjual saham, tidaklah selalu memperoleh harapan tersebut secara simultan tentang harga dan volumenya. *Market maker* (baik dealer maupun broker) berusaha untuk mengatasi adanya ketidaksamaan terhadap order (keinginan) yang dihadapi investor. Broker akan melakukan transaksi atas nama investor untuk mendapatkan komisi, sedangkan dealer melaksanakan transaksi untuk memperoleh keuntungan sendiri. *Market maker* tersebut memperoleh kompensasi karena aktivitas membeli dilakukan pada saat harga beli (*bid price*) lebih rendah daripada *true price* dan menjual saham pada saat harga jual (*ask price*) lebih tinggi daripada *true price*.

Terdapat 3 alternatif pandangan mengenai proses perdagangan dan besarnya biaya yang berhubungan dengan pembentukan *bid-ask spread*, yaitu:

1. Jika pembentukan *bid-ask spread* merefleksikan biaya *order processing*, maka *ask* dan *bid* akan terletak pada seputar harga yang sesungguhnya (*true price*). Kondisi demikian dinamakan *effective spread*, dan dealer akan menutup biaya yang terjadi. Semakin lebar *spread* yang terbentuk maka biaya transaksi akan meningkat dan investor tidak lagi tertarik terhadap sekuritas tersebut.
2. Jika *bid-ask spread* merefleksikan biaya *inventory holding*, maka harga bid dan ask pada waktu $t = 1$ akan diturunkan di bawah *true price* dengan tujuan menginduksi penjualan saham oleh dealer dan menghalangi penambahan kegiatan pembelian saham oleh dealer. Spread yang terbentuk berada di bawah *true price* sebesar 0,5 spread.
3. Jika *bid-ask spread* merefleksikan *adverse information cost*, kondisi yang terjadi sama seperti di atas, harga *expected equilibrium* menjadi rendah, di

bawah *true price* semula. Hal ini diakibatkan oleh dampak informasi yang ada dan diasumsikan bahwa *traders* memiliki informasi tersebut. Selanjutnya kondisi demikian menyebabkan dealer dapat menawar dengan harga yang lebih rendah.

Holding Periods

Holding periods diartikan sebagai lamanya investor menahan dananya pada saham tertentu untuk waktu tertentu. Investor atau dalam hal ini pemilik saham, bebas untuk memilih jenis saham selain besar dan lamanya memegang *financial asset* tersebut. Jika suatu saham secara berkelanjutan dianggap dapat memberikan *gain* atau *net return* yang optimal, maka investor akan menahan masa kepemilikan saham tersebut lebih lama sebagai keputusan investasinya. Sebaliknya investor akan melepas masa kepemilikan sahamnya, jika saham tersebut dianggap dapat memberikan *gain* atau *net return* yang kurang optimal atau adanya indikasi bahwa saham tersebut dapat mengakibatkan kerugian jika mempertahankan masa kepemilikannya lebih lama. Menyadari perlunya pertimbangan seorang investor dalam mengambil keputusan untuk menentukan masa kepemilikan (*holding period*) suatu saham yang dimilikinya, maka sangat penting bagi investor untuk memahami faktor-faktor yang mempengaruhi *holding periods* saham biasa.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Atkins dan Dyl (1997) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi saham biasa oleh investor khususnya terhadap lamanya kepemilikan (*holding periods*) suatu saham, menyimpulkan bahwa panjangnya *holding periods* investor berhubungan erat dengan *bid-ask spread*. Studi tersebut didasarkan pada teori yang disimpulkan Amihud dan Medelson (1986) yang menyatakan bahwa asset dengan *transaction cost* yang tinggi akan ditahan lebih lama oleh investor dan sebaliknya asset dengan *transaction cost* lebih rendah akan dimiliki dengan waktu yang lebih pendek. Hasil penelitian tersebut meyakinkan bahwa *transaction cost* yang dicerminkan oleh *bid-ask spread* memang mempengaruhi keputusan investor dalam menentukan masa kepemilikan (*holding periods*) sahamnya.

Kerangka Konseptual Penelitian

Hasil kajian menunjukkan bahwa *bid-ask spread* merupakan faktor yang sangat penting bagi investor pasar modal, yaitu sebagai dasar pengambilan keputusan menjual/membeli saham sekaligus keputusan menahan atau melepas kepemilikan atas suatu *financial asset*.

Variabel yang Mempengaruhi Bid-ask spread

Dalam mengambil keputusan investasi pada saham biasa, ada beberapa langkah yang harus diperhatikan, menurut Husnan (2003), yaitu: *pertama*, menentukan kebijakan investasi, dalam hal ini perlu menentukan apa tujuan investasinya dan berapa banyak investasi tersebut akan dilakukan. *kedua*, analisa surat berharga (sekuritas), dalam tahap ini investor akan melakukan analisa terhadap surat berharga secara individu dan kelompok. Salah satu tujuan kegiatan ini adalah untuk mendeteksi surat berharga mana yang nampaknya *mispriced*. Ada berbagai cara untuk melakukan analisa ini, tetapi nampaknya secara garis besar cara-cara tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisa teknikal dan

analisa fundamental. Analisa teknikal menggunakan data (perubahan) harga di masa yang lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga surat berharga dimasa yang akan datang. Analisa fundamental berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan untuk bisa memperkirakan harga saham di masa yang akan datang. *ketiga*, pembentukan portofolio, dalam tahap ini mengidentifikasi surat berharga mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing surat berharga tersebut. *keempat*, Melakukan revisi portofolio, dalam tahap ini merupakan pengulangan terhadap tiga tahap sebelumnya dengan maksud, kalau perlu melakukan perubahan terhadap saham yang telah dimiliki. *kelima*, evaluasi kinerja portofolio, dalam tahap ini investor melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik dalam aspek *return* yang diperoleh maupun *risk* yang ditanggung.

Demsetz (1968) dalam Ambarwati (2008) berpendapat bahwa investor memperoleh kompensasi dengan membeli saham pada harga beli (P_b) yang umumnya lebih rendah dari harga sebenarnya dan menjual pada harga jual (P_j) diatas harga sebenarnya, P_t (true price). *Bid-ask spread* yang diperoleh untuk menutup *cost* yang terjadi. Menurut Stoll (1978) *bid-ask spread* dapat dihitung dengan $(P_j - P_b)/P_t$. Dengan demikian *bid-ask spread* akan semakin rendah bila harga saham (*return*) tinggi, atau dengan kata lain *return* saham dan harga saham berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread*.

Varians return merupakan ukuran langsung dari *volatility* (naik turunnya) harga saham perusahaan. Tinggi (rendah)nya volatilitas harga saham menceminkan terjadi asimetri yang besar (kecil) dalam informasi di bursa efek sehingga akan berpengaruh pada jumlah lembar perdagangan saham. *Varian return* saham mewakili risiko saham yang dihadapi oleh investor. Risiko saham yang semakin tinggi menyebabkan investor berusaha menutupnya dengan *bid-ask spread* yang lebih besar. Argumen ini didukung oleh hasil penelitian Branch dan Freed maupun Stoll (1978) dalam Ambarwati (2008) yang menunjukkan bahwa *varian return* saham berhubungan positif dengan *bid-ask spread*.

Volume perdagangan diartikan sebagai jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada hari tertentu (Abdul dan Nasuhi, 2000). Perdagangan suatu saham yang aktif, yaitu dengan volume perdagangan yang besar, menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh para investor yang berarti saham tersebut cepat diperdagangkan. Ada kemungkinan investor akan mengubah posisi kepemilikan sahamnya pada saat perdagangan saham semakin tinggi atau investor tidak perlu memegang saham dalam jumlah terlalu lama. Volume perdagangan akan menurunkan biaya pemilikan saham sehingga menurunkan *bid-ask spread*. Dengan demikian semakin aktif perdagangan suatu saham atau semakin besar volume perdagangan suatu saham, maka semakin rendah biaya pemilikan saham tersebut yang berarti akan mempersempit *bid-ask spread* saham tersebut.

Variabel yang Mempengaruhi Holding Periods

Dalam pasar saham transaksi terbentuk karena adanya *supply* dan *demand*. Pembeli menginginkan harga terendah untuk saham yang diinginkan sedangkan penjual selalu menginginkan harga tertinggi untuk sahamnya. Dengan adanya perbedaan tersebut diharapkan *return* yang terjadi dapat menutupi semua biaya yang muncul (termasuk margin yang diinginkan).

Perusahaan dengan kapitalisasi besar lebih dipertimbangkan oleh investor daripada perusahaan kecil (dengan mengesampingkan investor yang melakukan spekulasi). Investor mempunyai ekspektasi yang beragam pada suatu perusahaan. Ekspektasi yang beragam menimbulkan volume perdagangan yang tinggi. Kecenderungan bahwa investor dan para analis lebih banyak mengikuti perkembangan perusahaan-perusahaan besar sehingga informasi yang sama banyak dimiliki oleh investor, hal ini akan mengurangi ekspektasi yang beragam yang menyebabkan perdagangan yang lebih kecil atau dengan kata lain semakin lama investor memegang saham tersebut.

Perusahaan dengan kapitalisasi (nilai pasar) kecil, jarang sekali investor dan analis yang mengikuti perkembangannya sehingga menimbulkan ekspektasi yang sangat beragam. Hal ini akan mengakibatkan volume perdagangan yang tinggi karena investor ingin memperkecil resiko yang mungkin terjadi atau dengan kata lain investor akan memegang saham perusahaan kecil lebih pendek. Perusahaan besar secara umum memiliki stabilitas yang tinggi dalam distribusi *return*nya. Dengan demikian investor mempunyai pengharapan akan memperoleh keuntungan yang lebih besar.

Variance return mencerminkan tingkat resiko pada suatu investasi, yang merupakan ukuran langsung volatilitas/naik-turunnya harga saham perusahaan. Volatilitas yang tinggi menunjukkan besarnya asimetri dalam informasi yang menyebabkan banyaknya jumlah perdagangan saham dan membuat *holding periods* semakin pendek. Sebaliknya volatilitas yang rendah pada saham perusahaan menunjukkan investor mempunyai informasi relatif sama yang menyebabkan jumlah saham yang diperdagangkan relatif kecil dan *holding period* semakin panjang.

Dividend pay out merupakan rasio antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham. Menurut Chiang dan Venkatesh (1998), dividen sangat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Lee (1996), juga mengatakan bahwa perubahan dalam dividen sangat dipengaruhi oleh perubahan dalam ukuran laba permanen. Teori yang berkaitan dengan hal ini adalah *signalling theory*, yang menyatakan bahwa ROI mengandung informasi yang akan dipertimbangkan oleh investor, apabila tingkat ROI tinggi maka ada kemungkinan dividen yang dibayarkan akan tinggi, sehingga dengan melihat perubahan pada ROI maka akan berakibat pada perubahan dividen. Saham-saham perusahaan yang membagikan dividen akan lebih liquid dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen, karena hal ini dianggap oleh investor sebagai sinyal positif dari manajemen tentang prediksi membaiknya kinerja perusahaan di masa mendatang. (Howe dan Lin, 1992; Chiang dan Venkatesk, 1998; Akhigbe dan Madura, 1996; Mitra dan Rasyid, 1997). Berdasarkan uraian di atas disimpulkan bahwa saham perusahaan yang membagikan dividen akan lebih disukai oleh investor. Saham perusahaan yang membagikan dividen akan dipegang lebih lama daripada yang tidak membagikan dividen karena investor mempunyai motivasi untuk mendapatkan dividen.

Hipotesis Penelitian

H1.a: Semakin tinggi *variance return*, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin besar

- H1.b: Semakin besar volume perdagangan, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil
- H1.c: Semakin tinggi harga saham, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil
- H1.d: Semakin tinggi *return* saham, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil.
- H2.a: Semakin tinggi *variance return*, maka *holding period* saham biasa akan semakin pendek
- H2.b: Semakin besar nilai pasar, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang
- H2.c: Semakin besar *bid – ask spread*, maka *holding period* saham biasa akan semakin panjang
- H2.d: Semakin besar *dividend pay out*, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang
- H3: *Variance return* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *bid-ask spread* saham biasa perusahaan-perusahaan yang
- H4: *Bid – ask spread* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45.

METODE

Rancangan Penelitian

Penelitian ini bermaksud untuk menjelaskan keterkaitan hubungan dan pengaruh antar variabel-variabel yang mempengaruhi *bid-ask spread* dan *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini termasuk penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yaitu penelitian kausal komparatif yang merupakan tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Peneliti melakukan pengamatan terhadap konsekuensi – konsekuensi yang timbul dan menelusuri kembali fakta yang secara masuk akal sebagai faktor-faktor penyebabnya. Penelitian kausal komparatif merupakan tipe penelitian “*ex post facto*” yaitu tipe penelitian terhadap data yang dikumpulkan setelah terjadinya suatu fakta atau peristiwa (Singarimbun dan Sofyan, 1995; Sugiyono, 2002).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah 45 perusahaan yang *go public* dan tercatat dalam index LQ45, yaitu saham-saham perusahaan teraktif periode tahun 2006–2010. Pemilihan sampel dalam penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk memperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian.

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen dan variabel independen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *bid-ask spread* dan *holding periods* sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah harga saham, return saham, volume perdagangan, nilai pasar,

variance return dan *dividend pay out*. Penjelasan masing-masing variabel akan diuraikan sebagai berikut:

Holding Periods

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

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

Keterangan:

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

Bid-Ask Spread

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

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

Keterangan:

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

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

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

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

Variance Return

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

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

$$RA = (SR1 + SR2 + SR3 + \dots + SRm) / m$$

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

Keterangan:

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

P_t = Harga penutupan saham i pada tahun ke t

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

Volume Perdagangan

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

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

Keterangan:

TV_{it} = Volume perdagangan saham i pada tahun ke t

N = Total jumlah hari perdagangan saham i pada tahun t

Harga Saham

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

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

Keterangan:

SP_{it} = Harga saham i pada tahun ke t

N = Total jumlah hari perdagangan saham i pada tahun t

Return Saham

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

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

Keterangan:

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

P_t = Harga penutupan saham i pada tahun ke t

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

Nilai Pasar

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

MV_{it} = Rata-rata harga saham i tahun ke t x rata-rata jumlah saham beredar tahun ke t

Keterangan:

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

Dividend Pay Out

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

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

Keterangan:

DPO = *Dividend pay out*

Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah analisis dengan menggunakan model jalur (*path model*). Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, yaitu untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (*model causal*) sebelumnya yang ditetapkan berdasarkan teori. Model analisis path juga dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan, sehingga membentuk sistem persamaan sebagai berikut:

- 1) $Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 VR + \alpha_2 TV + \alpha_3 SP + \alpha_4 SR + \varepsilon_1$
- 2) $Y_2 = \alpha_0 + \alpha_5 VR + \alpha_6 MV + \alpha_7 \text{Spread} + \alpha_8 DPO + \varepsilon_2$

Atau apabila sudah dibakukan (*standardized*) adalah sebagai berikut:

- 1) $ZY_1 = P_1 ZVR + P_2 ZTV + P_3 ZSP + P_4 ZSR + \varepsilon_1$
- 2) $ZY_2 = P_5 ZVR + P_6 ZMV + P_7 Z\text{Spread} + P_8 ZDPO + \varepsilon_2$

Keterangan:

VR = *Variance return*

TV = *Volume Perdagangan*

SP = *Harga Saham*

SR = *Return Saham*

MV = *Nilai Pasar*

Spread = *Bid-ask spread*

DPO = *Dividend pay out*

$P_1, P_2, P_3, P_4, P_5, P_6, P_7, P_8$ = Koefisien regresi (*standardized coefficient beta*)

$\varepsilon_1, \varepsilon_2$ = kesalahan pengganggu

PEMBAHASAN

Data Penelitian

Variabel-variabel yang dianalisa adalah 2 variabel dependen yaitu *holding periods* dan *bid-ask spread* dan 6 variabel independen yang terdiri dari: *variance return*, volume perdagangan, harga saham, return saham, nilai pasar dan *dividend pay out*. Data yang berkaitan dengan variabel penelitian berupa *internal secondary data* yaitu informasi yang sudah tersedia dalam perusahaan di Bursa Efek Indonesia, yaitu tahun 2006 sampai dengan tahun 2010. Secara deskriptif data setiap variabel penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 1 : Hasil Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	2006	2007	2008	2009	2010
HP	979 hari	595 hari	603 hari	531 hari	619 hari
Spread	7.7%	9.0%	11.9%	10.4%	7.8%
VR	1261000	16391000	17428000	5011800	5004500
TV	29,2 jt	42,1 jt	38,9 jt	102 jt	60,6 jt
SP	3812.81	6853.18	5285.45	4831.55	8006.88
SR	1129.30%	92.43%	-6.06%	-10.81%	42.78%
MV	23,48 T	46,14 T	34,33 T	29,99 T	46,66 T
DPO	37%	54.5%	29.9%	29.7%	49.6%

Sumber: Data diolah 2012

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

Goodness of Fit Model

odness of Fit model struktural pada analisis jalur berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen, yaitu diperoleh R^2 untuk variabel *bid-ask spread* (Y1) sebesar 0,173 dan untuk variabel *Holding Periods* (Y2) sebesar 0,028.

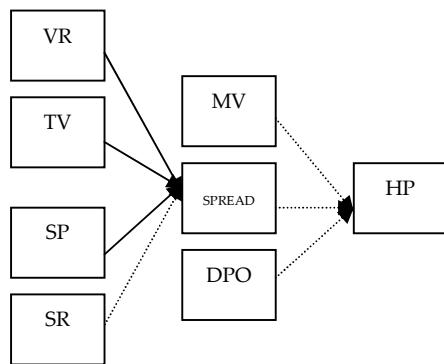
$$P_{e1} = \sqrt{1 - R^2} = \sqrt{1 - 0,173} = \sqrt{0,827} = 0,909$$

$$P_{e2} = \sqrt{1 - R^2} = \sqrt{1 - 0,028} = \sqrt{0,972} = 0,986$$

$$\begin{aligned} R^2_m &= 1 - P_{e1}^2 P_{e2}^2 \\ &= 1 - (0,909)^2 (0,986)^2 \\ &= 1 - (0,826)(0,972) \\ &= 1 - 0,803 \\ &= 0,197 \end{aligned}$$

Nilai koefisien determinasi total $R^2_m = 0,197$ berarti model dikatakan hanya mampu menjelaskan fenomena yang diselidiki sebesar 19,70%. Variabel *holding periods* dipengaruhi oleh multi variabel, di mana variabel yang ada dalam model, terdiri dari *variance return*, volume perdagangan, harga saham, return saham, nilai pasar, *bid-ask spread*, dan *dividend pay out* dengan kontribusi sebesar 19,70%. Hal ini mengindikasikan ada variabel penting dan pengaruhnya lebih kuat terhadap *holding periods*, tetapi didalam studi disertasi ini belum dimasukkan ke dalam model.

Pengujian model kedua dilakukan dengan menggunakan *theory trimming*, dimana uji validasi koefisien path pada setiap jalur untuk pengaruh langsung adalah sama dengan regresi, menggunakan nilai probabilitas (p) dan uji-t, yaitu pengujian koefisien dibakukan (*standardized coefficient*) regresi secara parsial, bilamana nilai $p \leq 0,05$ dinyatakan signifikan atau hipotesis diterima. Berdasarkan *theory trimming* maka jalur-jalur yang tidak signifikan tidak diikuti sertakan. Pengujian dengan menggunakan *theory trimming* menghasilkan model sebagai berikut.



Keterangan:

- Pengaruh signifikan
- - - - - Pengaruh tidak signifikan

Berdasarkan model penelitian di atas dapat dijelaskan bahwa *bid-ask spread* dipengaruhi oleh variabel *variance return*, volume perdagangan, dan harga

saham. Hubungan positif terjadi antara variabel *variance return* dan volume perdagangan terhadap *bid-ask spread*, artinya kenaikan *variance return* dan volume perdagangan akan berdampak pada kenaikan *bid-ask spread*. Hubungan terbalik terjadi antara harga saham dengan *bid-ask spread* yang berarti kenaikan harga saham akan berdampak pada penurunan *bid-ask spread* saham biasa di Bursa Efek Indonesia.

Pengujian Hipotesis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis dengan menggunakan model analisis jalur (*path Model*). Analisis ini bertujuan untuk melihat besarnya pengaruh antar variabel-variabel independen terhadap variabel-variabel dependennya. Model analisis ini merupakan analisis yang bersifat kuantitatif yang digunakan untuk mengetahui sejauh mana besarnya pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

Hipotesis diuji secara parsial pada setiap koefisien path pengaruh langsung, menggunakan uji t. Analisis path dilakukan dengan regresi *standardized* menggunakan software SPSS, hasil uji hipotesis dapat dilihat pada Tabel 5.3 di bawah ini yang menjelaskan tentang koefisien jalur *standardized* (p) dan nilai p-value dari masing-masing variabel.

Tabel 2
Hasil Uji Hipotesis Koefisien Jalur Pengaruh Langsung

Var.Independen	Var. Dependen	Koefisien Jalur (p)	p-value	Ket
VR	Bid-ask Spread	0,258	0,013	Sig
TV		0,338	0,000	Sig
SP		-0,231	0,036	Sig
SR		0,053	0,490	Tdk sig
VR	Holding Periods	-0,057	0,649	Tdk sig
MV		0,136	0,336	Tdk sig
Spread		-0,127	0,117	Tdk sig
DPO		-0,009	0,949	Tdk sig

Sumber: Data diolah 2012

Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis 1a: "Semakin tinggi *variance return*, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin besar". Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa *variance return* (VR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread* (spread). Hal ini terlihat dari nilai koefisien jalur *standardized* pengaruh langsung sebesar 0,258 dengan p = 0,013 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian secara statistik dapat disimpulkan bahwa *variance return* berpengaruh positif secara langsung terhadap *bid-ask spread* sebesar 0,258 atau 25,8% yang berarti setiap kenaikan *variance return* sebesar 1 satuan, akan ada kenaikan *bid-ask spread* sebesar 0,258 satuan, maka hipotesis (H1.a) diterima.

Hipotesis 1b: "Semakin besar volume perdagangan, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil". Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa volume perdagangan (TV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread* (spread). Hal ini terlihat dari nilai koefisien jalur *standardized* pengaruh langsung sebesar 0,338 dengan $p = 0,000$ yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian secara statistik dapat disimpulkan bahwa volume perdagangan berpengaruh positif secara langsung terhadap *bid-ask spread* sebesar 0,338 atau sebesar 33,8% yang berarti setiap kenaikan volume perdagangan sebesar 1 satuan, maka akan ada kenaikan *bid-ask spread* sebesar 0,338 satuan, maka hipotesis (H1.b) ditolak.

Hipotesis 1c: "Semakin tinggi harga saham, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil". Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa harga saham (SP) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread* (spread). Hal ini terlihat dari nilai koefisien jalur *standardized* pengaruh langsung sebesar -0,231 dengan $p = 0,036$, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian harga saham berpengaruh negatif secara langsung terhadap *bid-ask spread* sebesar 0,231 atau sebesar 23,1% yang berarti setiap kenaikan harga saham sebesar 1 satuan, maka akan memperkecil *bid-ask spread* sebesar 0,231 satuan, maka hipotesis (H1.c) diterima.

Hipotesis 1d: "Semakin tinggi *return* saham, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil". Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa *return* saham (SR) tidak berpengaruh signifikan terhadap *bid-ask spread* (spread). Hal ini terlihat dari nilai $p = 0,490$ yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian kenaikan atau penurunan *return* saham tidak berpengaruh pada kenaikan atau penurunan *bid-ask spread* saham, maka hipotesis (H1.d) ditolak.

Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis 2a: "Semakin tinggi *variance return*, maka *holding periods* saham biasa akan semakin pendek". Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa *variance return* (VR) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP). Hal ini terlihat dari nilai $p = 0,642$ yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian kenaikan atau penurunan *variance return* tidak akan berpengaruh pada panjang/pendeknya *holding periods* saham, maka hipotesis (H2.a) ditolak.

Hipotesis 2b: "Semakin besar nilai pasar, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang". Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa nilai pasar (MV) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP). Hal ini terlihat dari nilai $p = 0,336$ yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian kenaikan atau penurunan nilai pasar tidak akan berpengaruh pada panjang/pendeknya *holding periods* saham, maka hipotesis (H2.b) ditolak.

Hipotesis 2c: “Semakin besar *bid-ask spread*, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang”. Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa *bid-ask spread* (SPREAD) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP). Hal ini terlihat dari nilai koefisien jalur *standardized* pengaruh langsung sebesar -0,127 dengan $p = 0,117$ yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian kenaikan atau penurunan *bid-ask spread* tidak akan berpengaruh pada panjang/pendeknya *holding periods* saham, maka hipotesis (H2.c) ditolak.

Hipotesis 2d: “Semakin besar *dividend pay out*, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang”. Dari hasil uji hipotesis diperoleh bahwa *dividend pay out* (DPO) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP). Hal ini terlihat dari nilai $p = 0,949$ yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05. Dengan demikian kenaikan atau penurunan *dividend pay out* tidak akan berpengaruh pada panjang/pendeknya *holding periods* saham, maka hipotesis (H2.d) ditolak.

Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis 3: “*Variance return* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *bid-ask spread* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45.” Dari hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa variabel yang paling berpengaruh terhadap *bid-ask spread* berturut-turut adalah volume perdagangan sebesar 33,8%, *variance return* sebesar 25,8% dan harga saham sebesar 23,1%. Dimana variabel volume perdagangan dan *variance return* berpengaruh positif dan variabel harga saham berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread* saham. Dengan demikian hipotesis (H3) ditolak.

Pengujian Hipotesis 4

Hipotesis 4: “*Bid-ask spread* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *holding periods* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45.” Dari hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa variabel yang digunakan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi *holding periods* dalam penelitian ini adalah *variance return*, nilai pasar, *bid-ask spread* dan *dividend pay out*. Dari hasil analisis ditemukan bahwa tidak ada variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* saham. Dengan demikian berarti kenaikan/penurunan *variance return*, nilai pasar, *bid-ask spread* dan *dividend pay out* tidak berpengaruh pada panjang/pendeknya *holding periods* saham biasa di Bursa Efek Indonesia, maka hipotesis (H4) ditolak.

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil uji hipotesis secara lengkap dengan menggunakan model analisis jalur (*Path Analysis Model*) mengenai pengaruh variabel *variance return*, volume perdagangan, harga saham dan *return* saham terhadap *bid-ask spread* dan pengaruh variabel *variance return*, nilai pasar, *bid-ask spread*, *dividend pay out* terhadap

holding periods saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45, dapat dilihat pada nilai jalur-jalur hasil analisis yang signifikan.

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

Variance return (VR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread* (spread). *Variance return* merupakan ukuran langsung dari volatilitas harga saham perusahaan. Tinggi rendahnya volatilitas harga saham perusahaan mengindikasikan tinggi/rendahnya tingkat resiko saham suatu perusahaan.

Temuan ini mendukung aliran model informasi tentang *spread* oleh Copeland dan Galai (1983), juga penelitian yang dilakukan oleh Easley dan O'Hara (1987, 1991, 1997) yang melihat volatilitas sebagai komponen utama *spread* dalam model informasi, yang menyatakan semakin besar volatilitas, semakin besar kesempatan *informed trader* untuk mendapatkan keuntungan dari *liquidity trader*. Karenanya, *liquidity trader* mengharapkan *return* tinggi untuk saham-saham seperti itu dengan cara menetapkan *bid-ask spread* yang lebih besar. Semakin besar volatilitas, semakin besar *bid-ask spread* atau ada hubungan positif antara volatilitas dan *bid-ask spread*.

Investor di Bursa Efek Indonesia menetapkan *spread* yang relatif besar pada saham-saham yang mempunyai volatilitas tinggi. *Variance return* saham mewakili risiko yang dihadapi oleh investor. Risiko saham yang semakin tinggi, yang diakibatkan oleh pergerakan harga saham perusahaan LQ45 senantiasa menyebabkan investor berusaha menutupnya dengan *spread* yang lebih besar. Dapat dikatakan besarnya risiko saham membuat investor menahan saham tersebut terlebih dahulu sampai pada waktu tertentu yang menyebabkan lebarnya *spread* yang ada.

Pengaruh volume perdagangan terhadap *bid-ask spread*

Volume perdagangan (TV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread* (Spread) dan merupakan faktor yang mendominasi besar (kecil) nya *bid-ask spread* pada saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi volume perdagangan suatu saham maka *bid-ask spread* yang terjadi semakin besar. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ekaputra (2006), Frensidy (2008) dan Ambarwati (2008) yang menyatakan ada hubungan negatif antara volume perdagangan dengan *bid-ask spread*. Perdagangan suatu saham yang aktif, yaitu dengan volume perdagangan yang besar, menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh para investor yang berarti saham tersebut cepat diperdagangkan. Ada kemungkinan investor akan mengubah posisi kepemilikan sahamnya pada saat perdagangan saham semakin tinggi atau investor tidak perlu memegang saham dalam jumlah terlalu lama. Volume perdagangan akan menurunkan biaya pemilikan saham sehingga menurunkan *spread*. Dengan demikian semakin aktif perdagangan suatu saham atau semakin besar volume perdagangan suatu saham, maka semakin rendah biaya pemilikan saham tersebut yang berarti akan mempersempit *bid-ask spread* saham tersebut.

Pasar modal Indonesia sebagai salah satu *emerging market* yaitu negara-negara tujuan investasi mempunyai beban yang berat. Hal ini dipicu masih

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

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

Pengaruh harga saham terhadap *bid-ask spread*

Harga saham (SP) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread* (Spread). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi harga suatu saham maka *bid-ask spread* yang terjadi semakin kecil. Harga saham di bursa efek sangat ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran. Pada saat permintaan saham meningkat maka harga saham akan cenderung naik dan sebaliknya pada saat banyak investor menjual sahamnya maka harga saham akan cenderung mengalami penurunan.

Berdasarkan literatur keuangan, *bid-ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yang berasal dari *Inventory holding cost*, *Order processing cost* dan *Adverse information cost*. Hasil temuan ini mendukung model persediaan yang dikemukakan oleh Stoll (1978). Berdasarkan model persediaan, *spread* sudah sewajarnya ada untuk kompensasi *market maker* atas waktu dan modal yang telah disiapkannya. Adanya *spread* memungkinkan *dealer* mampu menutupi biaya normal usahanya (Harris, 2003). *Spread* juga merupakan imbalan kepada *market maker* atas kesediaannya menanggung resiko menyimpan persediaan sehingga *spread* dapat dihitung dengan mencari selisih harga jual (P_j) dan harga beli (P_b) yang dibagi dengan harga yang sesungguhnya (P_t) atau diformulasikan dengan $(P_j - P_b)/P_t$. Dengan demikian *spread* akan semakin rendah bila harga saham tinggi.

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

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

Return saham (SR) tidak berpengaruh signifikan terhadap *bid-ask spread* (Spread). *Return* saham merupakan perubahan harga saham dari periode

sebelumnya. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia tidak memperhatikan *return* saham pada saat menentukan besar (kecil) nya *bid-ask spread*.

Bid-ask spread yang merupakan dasar pengambilan keputusan jual-beli saham khususnya bagi investor yang berharap mendapatkan *capital gain* pada perusahaan sampel penelitian tidak memperhatikan faktor *return* saham yang terjadi tetapi lebih pada kecenderungan perubahan harga saham yang tercermin pada volatilitas harga saham. Volatilitas harga saham yang semakin tinggi menyebabkan investor menetapkan *bid-ask spread* yang semakin besar, dan sebaliknya.

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

Pengaruh *variance return* terhadap *holding period* saham

Variance Return (VR) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP) saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. *Holding periods* merupakan suatu ukuran untuk menentukan lamanya investor menahan kepemilikannya pada suatu saham atau dengan kata lain lamanya waktu suatu asset ditahan (jangka waktu antara tanggal pembelian dengan tanggal penjualan) yang mempunyai tujuan memperoleh tingkat keuntungan yang diinginkan. Hasil temuan ini tidak mendukung hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Atkin dan Dyl (1997) di Bursa Efek New York dan NASDAQ, Chung dan Wei (2005) pada bursa efek Cina dan Maulina (2003) di Bursa Efek Indonesia yang menyatakan bahwa *variance return* sebagai ukuran volatilitas harga saham menunjukkan besarnya asimetri dalam informasi yang menyebabkan meningkatnya jumlah saham yang diperdagangkan dan akhirnya akan memperpendek *holding periods* nya.

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

Variance return digunakan oleh investor sebagai dasar pengambilan keputusan jual dan beli yang tercermin pada *bid-ask spread* dan bukan keputusan

untuk menahan/memegang kepemilikan atas suatu saham dalam jangka waktu yang lebih panjang/pendek.

Pengaruh nilai pasar terhadap *holding period* saham

Nilai pasar (MV) perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP) saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang dilihat dari nilai pasar atau nilai kapitalisasi perusahaan bukan merupakan faktor yang menjadi penentu, apakah saham tersebut akan dipegang lebih panjang atau lebih pendek oleh investor guna memaksimalkan *return* yang diperoleh.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Lenny dan Indriyanto (1998), Nugroho (2008) di Bursa Efek Indonesia yang menyatakan perusahaan besar lebih dipertimbangkan sebagai media investasi dari pada perusahaan kecil. Pada perusahaan besar, para analisis dan pengamat sekuritas lebih sering mengikuti perkembangannya dibanding perusahaan kecil, sehingga informasi yang dimiliki para pelaku pasar relatif sama tentang suatu saham perusahaan (emiten). Rendahnya asimetri informasi yang terjadi akan mengurangi penyimpangan dan ekspektasi investor sehingga menyebabkan perdagangan lebih sedikit dan pada akhirnya akan menyebabkan *holding periods* semakin lama.

Investor di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2006-2010 untuk perusahaan – perusahaan sampel penelitian lebih melihat pada kondisi real bahwa kenaikan kinerja sektor financial khususnya di Bursa Efek Indonesia yang ditandai dengan penguatan nilai rupiah terhadap dolar Amerika, naiknya Index Harga Saham Gabungan (IHSG) bukan karena membaiknya kondisi fundamental perusahaan tetapi lebih karena adanya dampak meningkatnya resiko di kawasan Eropa dan Amerika yang belum juga pulih sehingga pasar modal di Indonesia lebih tepat disebut sebagai *emergency market* yang mempunyai tingkat resiko tinggi.

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

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

dimana IHSG meluncur pada angka yang tidak terkendali yang menyebabkan investor mengalami kerugian yang cukup besar.

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

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

Bid-Ask Spread (Spread) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP) saham. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya *bid-ask spread* saham tidak mempengaruhi investor dalam menentukan periode menahan kepemilikan saham biasa di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini tidak mendukung teori yang dikemukakan oleh Amihud dan Mendelson (1986) sekaligus penelitian-penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa saham dengan *spread* yang lebih tinggi akan dipegang oleh investor dalam jangka waktu yang lebih lama.

Menurut aliran model informasi, dikemukakan bahwa biaya yang mendominasi dalam menentukan besarnya *spread* adalah asimetri informasi. Semakin besar *spread* suatu saham perusahaan mengindikasikan asimetri informasi yang cukup besar dalam saham perusahaan tersebut sehingga tingkat ketidakpastian juga cukup tinggi yang pada akhirnya akan memperbesar *bid-ask spread* yang terjadi.

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

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

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

Dividend pay out (DPO) tidak berpengaruh signifikan terhadap *holding periods* (HP) saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. Hal ini menunjukkan bahwa dalam menentukan panjang/pendeknya periode menahan saham biasa di Bursa Efek Indonesia investor

tidak memperhatikan perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen sebagai prosentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham.

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

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

KESIMPULAN

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

1. Investor dalam mengambil keputusan beli dan jual saham yang tercermin pada *bid-ask spread* yang dalam hal ini merupakan proxy dari informasi asimetri, memperhatikan faktor *variance return* dan volume perdagangan secara proporsional serta berbanding terbalik dengan harga sahamnya. *Variance return* dipandang sebagai ukuran tingkat resiko pada saham sehingga *variance return* yang semakin tinggi berdampak pada semakin besarnya *bid-ask spread*, demikian juga volume perdagangan saham. Semakin sering saham diperdagangkan artinya memiliki volume perdagangan yang tinggi, investor akan memperbesar *bid-ask spread* sebagai kompensasi atas biaya yang ditanggung. Harga saham yang semakin tinggi berdampak pada menurunnya likuiditas saham sehingga investor menetapkan *bid-ask spread* relatif kecil guna menghindari resiko akibat penurunan harga saham tersebut.
2. Keputusan menahan dan melepas kepemilikan saham biasa (*common stock*) yang tercermin pada *holding periods* saham merupakan keputusan yang strategis bagi investor karena hal ini terkait dengan peluang untuk mendapatkan *return*. Pada kondisi dimana pasar modal dipersepsi investor mempunyai tingkat resiko tinggi, investor lebih menggunakan strategi berpindah dengan mengharap *capital gain* dan bukan dividen. Perubahan *variance return*, *bid-ask spread*, nilai pasar dan *dividend pay out* tidak berdampak pada perubahan *holding periods* saham biasa.
3. Kondisi ketidakpastian akibat krisis global di kawasan Eropa dan Amerika menyebabkan investor di Bursa Efek Indonesia sangat sensitif terhadap informasi yang muncul di lantai bursa. Informasi yang tidak simetris berdampak pada kenaikan volume perdagangan yang disebabkan karena beragamnya ekspektasi investor. Pengambilan keputusan jual dan beli saham

yang tercermin pada *bid-ask spread* lebih didasarkan pada pengamatan investor terhadap perubahan volume perdagangan suatu saham. Semakin tinggi volume perdagangan akan direspon investor dengan memperbesar *bid-ask spread* sebagai akibat tingginya biaya yang muncul akibat informasi asimetri.

4. Bursa Efek Indonesia sebagai salah satu *emergency market* membawa dampak pada perilaku investor dalam melakukan investasi. Investor lebih menyukai melakukan transaksi jangka pendek sebagai antisipasi perubahan yang terjadi setiap saat. Diantara variabel *variance return*, *bid-ask spread*, nilai pasar dan *dividend pay out* tidak ada satupun yang mendominasi investor dalam mengambil keputusan menahan/melepas kepemilikan saham biasa yang tercermin pada *holding periods* sahamnya.

Saran

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

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul dan Nasuhi (2000), “Studi Empiris Tentang Pengaruh Volume Perdagangan Dan Return Terhadap Bid-Ask Spread Industri Rokok Di Bursa Efek Jakarta Dengan Model Koreksi Kesalahan”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.3 No.1, Januari, Hal 69-85.

- Akhigbe, Aigbe dan Jeff Madura. 1996. Dividend policy and corporate performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, Desember, 1267-1287.
- Ambarwati, 2008. Pengaruh Return Saham, Volume Perdagangan Saham dan Varian Return Saham Terhadap Bid-Ask Spread Saham, *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 12 No. 1, April, 27 – 38.
- Amihud, Yakov, dan Haim Mendelson. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, No. 17, p. 223-249.
- Atkins, Allens B. dan Edward A Dyl. 1990. Price reversals, bid-ask spread and market efficiency, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 25, 535-547.
- 1997. Market structure and rerted trading volume: Nasdaq versus the NYSE, *Journal of Finance Research*, Vol. XX, No. 3, p. 291-304.
- 1997. Transaction cost and holding period for common stock, *Journal of Finance*, Vol. III, No. 1, p. 309-320.
- Branch, Ben dan Walter Freed. 1977. Bid-ask spread on the AMEX and the big broad, *Journal of Finance*, 32, p. 159-164.
- Chiang, Raymond dan P.C. Venkatesh. 1998. Insider holding and perception of asymetry information: a note, *Journal of Finance*, 43, September, 1041-1048.
- Chung, Shifei dan Wei Peihwang. 2005. The Relationship between bid-ask spreads and holding periods, *Global Finance Journal* 15, 239-249.
- Copeland dan Galai. 1983. The Information Effects of The Bid-Ask Spread. *Journal of Finance*, 38, 1457- 1469.
- Demzetz. 1968. The Cost of Transacting. *Quarterly Journal of Economics*, 82, of *Economics*, 82, 33-53.
- Easley, D dan M. O'Hara .1987. Price, Trade Size, and Information in Securities Markets. *Journal of Financial Economics*, 19, 69-90.
- Easley, D dan M. O'Hara. 1991. Order Form and Information oin Securities Markets. *Journal of Finance*, 46/3, 905-927.
- Easley dan O'Hara, 1997. Time and the Process of Security Adjusment. *Journal of Finance*, 47/2, 577-605.
- Ekaputra, Irwan Adi. Mei 2006. Determinan *Intraday Bid-Ask Spread Saham* di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, 5/XXXV, 8-12.

- Ekaputra, I.A. dan A. Basharat. 2007. The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from JSX. *Journal of Economics and Finance in Indonesia Indonesia*, 55/1, 89-104.
- Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*, Terjemahan, Jilid 1, 2, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Frensidy, Budi, 2009. *Determinant bi-ask spread saham-saham dalam kompas 100 di Bursa Efek Indonesia*, fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Glosten. L. and. L. Harris. 1988. Estimating the Components of the Bid/Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp 123-142.
- Gunawan, B dan Indah, Yulia. 1995. Studi Empriris Tentang Pengaruh Volume Perdagangan dan Return Terhadap Bid- Ask Spread Industri Farmasi di Bursa Efek Jakarta Dengan Model Korelasi Kesalahan. *Journal Riset Akuntansi dan Investasi*, Vol.6 No.2, Juli, Hal 165-185.
- Harris, Larry. 2003. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practioners*.Oxford University Press.
- Howe, John S. dan Ji-Chai Lin. 1992. Dididend policy and the bid-ask spread: An empirical analysis, *Journal of Financial Recearch*, Vol XV, Spring, 1-10.
- Husnan, Suad. 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- 1998. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta.
- Lee, bong-soo, 1996. comovement of earnings, dividends, and stock prices, journal of empirical finance.
- Lenny dan N. Indriantoro. 1999. Analisa pengaruh transaction cost terhadap lamanya holding period saham biasa, *Journal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 1, No. 3, p. 209-220.
- Maulina, Vinus. 2003. Analisis Beberapa Faktor yang Mempengaruhi *Holding Period* Saham Biasa Pada Perusahaan Go Public yang Tercatat dalam Index LQ45. Universitas Brawijaya.
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock. 1985. Dividend policy under asymetry information, *Journal of Finance*, 40, September, 1031-51.

- Mitra, Devashis dan Muhammad Rasyid. 1997. The information content of dividend initiation and firm size: an analysis using bid-ask spread, *The Financial Review*, Vol 32, No. 2, May, 309-329.
- Nugroho, Heru Pudyo. 2009. *Pengaruh dari Bid-Ask Spread, Market Value dan Volatilitas Harga terhadap Holding Period Saham Biasa*. Departemen Keuangan RI.
- Sari, 2009. The Effect of Global Economic Crisis, STIKOM LPSR Jakarta.
- Singarimbun, masri dan Sofian effendi, 1995. metode penelitian survey, edisi pertama, penerbit LPES, jakarta
- Stoll, Hans R. 1978. The pricing of security dealer services: An empirical study of Nasdaq stock, *Journal of Financial*, No. 33, p. 1153-1172.
- 1989. Inferring the componens of the bid-ask spread : theory and empirical tests, *Journal of Finance*, 44, March, 115-134.
- Stoll, Hans R. dan Robert Whaley. 1983. Transaction cost and the small firm effect, *Journal of Financial Economics*, No. 12, p. 57-80.
- Sugiyono, (2002), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit CV. Alfabeta, Bandung.
- Weston, J. Fred dan Thomas E Copeland. 1992. manajemen keuangan. Edissi kesembilan, terjemahan jaka wasana dan kusbandoko. Binarupa aksara Jakarta.
- Weston, J. Fred dan Thomas E Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Penerbit Binarupa Aksara, Jakarta.