

Pengaruh Risiko Sistematis dan Likuiditas Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Badan-Badan Usaha yang *Go-Public* di Bursa Efek Jakarta pada Tahun 1999

Kumianny A.Saputra
Elly

Alumni, Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Petra, Surabaya

Pwee Leng

Staf Pengajar, Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Petra, Surabaya

ABSTRAK

Penelitian mengenai variabel-variabel penentu tingkat pengembalian saham yang banyak dilakukan umumnya selalu menyimpulkan bahwa risiko saham sebagai salah satu variabel penentu sangat mendominasi dalam setiap pertimbangan yang dilakukan oleh para investor dalam memutuskan untuk menginvestasikan dananya di pasar modal. Namun sebenarnya ada variabel penentu lain yang juga akan mempengaruhi tingkat pengembalian saham yang perlu dipertimbangkan pula, yaitu likuiditas saham.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji bagaimana pengaruh risiko saham dalam hal ini adalah risiko sistematis dan likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* terhadap tingkat pengembalian saham dari badan-badan usaha yang *go public* di PT.BEJ, dan untuk mengetahui seberapa besar proporsi masing-masing variabel dalam mempengaruhi tingkat pengembalian saham.

Hasil akhir dari penelitian ini menunjukkan bahwa baik risiko sistematis maupun likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham dari badan-badan usaha yang *go public* di Indonesia. Dari uji hipotesis didapatkan hasil bahwa risiko sistematis lebih mempengaruhi tingkat pengembalian suatu saham dibandingkan dengan likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread*.

Kata kunci: risiko sistematis, likuiditas saham, *bid-ask spread*, tingkat pengembalian saham.

ABSTRACT

Research on determinant variables of rate of return has frequently been undertaken, generally with the conclusion that stock risk is very dominant for an investor in making investment decisions in the capital market. But there is another factor that also needs to be considered, stock liquidity.

The purpose of this research is to test how systematic risk and stock liquidity, measured by the size of the spread between the bid and asked prices, influence stock returns of public companies listed on the Jakarta Stock Exchange and to know proportion of each variable's influence on the return of individual stocks.

The results from this study show that systematic risk and stock liquidity, measured by the size of the spread between the bid and asked prices, had a

significant effect on the return of individual stocks of public companies in Indonesia. Hypothesis tests for each variable showed that systematic risk had a greater effect on returns than stock liquidity.

Keywords: *systematic risk, stock liquidity, bid-ask spread, stock return.*

PENDAHULUAN

Pada umumnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau resiko. Investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukan. Dalam keadaan semacam itu dikatakan bahwa investor tersebut menghadapi resiko dalam investasi yang dilakukannya. Yang bisa ia lakukan adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan.

Karena investor menghadapi kesempatan investasi yang beresiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan. Apabila investor mengharapakan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, maka ia harus bersedia menanggung resiko yang tinggi juga.

Pemilihan investasi dapat berbeda untuk setiap individu, karena hal tersebut akan sangat bergantung pada perilaku investor terhadap variabel-variabel penentu tingkat pengembalian suatu investasi. Pada investasi dalam bentuk saham di pasar modal, tingkat pengembalian setiap saham dapat tidak sama karena besarnya dividen kas dan keuntungan atau kerugian dalam menjual setiap saham berbeda. Oleh karena itu, dalam melakukan investasi, investor seharusnya mempertimbangkan secara matang mengenai beberapa hal yang sangat penting dalam pengambilan keputusan investasi yang dilakukannya, yaitu berapa tingkat pengembalian yang diharapkan, berapa besar resiko yang harus ditanggungnya dan berapa likuiditas investasi tersebut.

Pada dasarnya investor akan selalu memperhitungkan besarnya resiko saham, dalam hal ini resiko saham yang dapat dieliminasi dengan diversifikasi oleh investor adalah resiko sistematis sebagai variabel penentu tingkat pengembalian saham yang diharapkan, karena resiko saham yang tinggi akan memberikan tingkat pengembalian saham yang tinggi, demikian pula sebaliknya. Namun sebenarnya ada variabel penentu lain yang juga akan mempengaruhi tingkat pengembalian saham, yaitu likuiditas saham yang dapat diukur dengan menggunakan *bid-ask spread*.

Sedangkan, perilaku investor terhadap variabel-variabel penentu tingkat pengembalian saham tersebut dapat berbeda-beda, seorang investor dapat mendasarkan pertimbangannya pada resiko saham (resiko sistematis) yang harus ditanggungnya atau dapat juga menjadikan likuiditas saham sebagai pertimbangan utamanya dalam melakukan investasi.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana resiko sistematis dan likuiditas saham berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham dari badan-badan usaha yang *go public* di PT BEJ selama periode 1999 dan juga untuk mengetahui proporsi masing-masing variabel dalam mempengaruhi tingkat pengembalian saham.

TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Menurut Bodie (1998) pengertian tingkat pengembalian investasi adalah penghasilan yang diperoleh selama periode investasi per sejumlah dana yang diinvestasikan. Secara praktis, tingkat pengembalian suatu investasi adalah persentase penghasilan total selama periode inventasi dibandingkan harga beli investasi tersebut. Apabila harga jual suatu sekuritas melebihi harga belinya maka terjadilah *capital gain*. Demikian sebaliknya, apabila harga jual lebih kecil daripada harga beli maka terjadilah *capital loss*. Dapat dikatakan bahwa pendapatan yang diperoleh investor dari saham merupakan pendapatan yang tidak tetap baik itu pendapatan yang berasal dari *capital gain* maupun *dividen*. Dikatakan tidak tetap karena jumlah *capital gain* yang diperoleh bergantung pada transaksi jual beli yang terjadi di pasar, sedangkan besarnya *dividen* yang dibagikan dipengaruhi oleh laba dan kebijakan badan usaha.

Selanjutnya Bodie (1998) menguraikan bahwa selisih antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat bebas resiko (*risk free rate*) yang dikenal dengan *risk premium* dapat berubah-ubah karena pengaruh berbagai faktor yang mempengaruhi *risk free rate*. Apabila *risk free rate* berubah maka *risk premium* juga akan berubah. Variabel-variabel yang mempengaruhi *risk premium* inilah yang nantinya dikenal sebagai resiko investasi.

Sharpe, Alexander dan Bailey (1999) menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu saham akan dipengaruhi oleh dua karakter dasar, yaitu resiko sistematis dan likuiditas saham. Resiko sistematis (Hearth dan Zaima, 1995) merupakan resiko yang berasal dari faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan secara langsung, seperti ketidakpastian kondisi ekonomi (gejolak kurs tukar mata uang, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga yang tidak menentu) dan ketidakpastian politik. Hal ini berarti kinerja saham suatu badan usaha dipengaruhi oleh kondisi yang terjadi dalam perekonomian negara dan perubahan pasar. Dengan kata lain, tingkat pengembalian saham dipengaruhi oleh perubahan faktor-faktor di luar kendali manajemen suatu badan usaha, dan setiap saham memiliki kepekaan yang berbeda terhadap kondisi pasar tersebut.

Mengingat bahwa secara rasional investor pasti ingin meminimalkan resiko yang ditanggungnya dalam melakukan investasi (*risk averse*), maka para investor akan cenderung melakukan diversifikasi melalui pembentukan portfolio dan berarti jenis resiko tersebut menjadi tidak relevan lagi dalam pengukuran resiko pada investasi surat berharga (resiko tidak sistematis). Jadi satu-satunya resiko yang relevan dan mencerminkan resiko dalam investasi surat berharga adalah resiko yang tidak bisa dieliminasi, yaitu resiko sistematis yang dilambangkan dengan symbol beta (β). Secara teoritis, ukuran resiko relevan (resiko sistematis) yang paling tepat untuk surat berharga adalah kovarian surat berharga tersebut terhadap surat-surat berharga lain yang termasuk dalam portfolio pasar. Rumusan resiko sistematis menurut Bodie (1998) sebagai berikut:

$$\beta_j = \frac{\text{Covar}(R_j, R_m)}{\text{Var}(R_m)} \quad (1)$$

dimana:

β_j = risiko sistematis

Covar (R_j,R_m) = kovarian tingkat pengembalian saham terhadap tingkat pengembalian pasar

Var (R_m) = varian tingkat pengembalian pasar

Secara umum, Alexander, Sharpe dan Bailey (1993) mendefinisikan likuiditas sebagai kemampuan investor untuk menjual harta atau *asset* yang dimilikinya tanpa harus melakukan konsesi atau kelonggaran harta. Dalam konteks hubungan dengan surat berharga, Reilly dan Brown (1997) menyatakan bahwa faktor penentu dari likuiditas pasar sehubungan dengan surat berharga sangat tercermin dalam data perdagangan pasar dan faktor yang terpenting dari likuiditas itu adalah jumlah uang dari lembar saham yang diperdagangkan. Likuiditas pasar, salah satunya dapat diukur dengan *bid-ask spread* dari suatu saham, dimana semakin kecil *bid-ask spread* suatu saham berarti semakin *likuid* saham tersebut dan sebaliknya. Rumusan untuk menghitung *bid-ask spread* adalah sebagai berikut:

$$Bid-Ask Spread = \frac{Ask Price - Bid Price}{Ask Price} * 100 \quad (2)$$

Jadi tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu saham dipengaruhi oleh dua karakter dasar yang terkandung dalam suatu saham yaitu resiko sistematis dan likuiditas saham. Karena secara umum investor mempunyai kecenderungan untuk menghindari resiko (*risk averse*), maka apabila seorang investor berhadapan dengan sekuritas yang mengandung resiko tinggi, ia pasti berharap akan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi pula dari sekuritas tersebut. Sedangkan dari sisi likuiditas, apabila saham memiliki tingkat kelikuiditas yang rendah (*illiquid*) maka biaya likuidasinya akan besar. Dengan kenyataan tersebut, para investor pasti mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi supaya biaya likuidasi tersebut dapat terkompensasi.

Bodie, Kane dan Marcus (1993) merumuskan hubungan antara resiko sistematis, likuiditas dan tingkat pengembalian saham yang diharapkan sebagai berikut:

$$E(r_i) - r_f = \beta_i (E(r_m) - r_f) + f(c_i) \quad (3)$$

dimana:

$E(r_i)$: tingkat pengembalian saham yg diharapkan

r_f : tingkat bebas risiko

β_i : risiko sistematis

$E(r_m)$: tingkat pengembalian pasar yang diharapkan

$f(c_i)$: fungsi dari biaya transaksi

HIPOTESA

Berdasarkan uraian di atas, dengan model regresi diduga terdapat hubungan yang signifikan antara risiko sistematis dan likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* terhadap tingkat pengembalian saham. Dari perhitungan awal terhadap lima

sampel, diduga bahwa korelasi antara risiko sistematis dengan tingkat pengembalian saham lebih besar daripada korelasi antara likuiditas saham dengan tingkat pengembalian saham.

METODE PENELITIAN DAN DATA

Penelitian ini merupakan penelitian riset konklusif yang bersifat deskriptif dengan populasi penelitian meliputi seluruh saham badan usaha yang *go public* di PT BEJ. Kriteria sampel adalah saham badan-badan usaha yang secara konsisten tergolong dalam LQ 45 sebagai saham yang teraktif di PT BEJ selama periode Januari–Desember 1999. Metode sampling digunakan *non-probability sampling* dengan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* yang menghasilkan sample sebanyak 33 sampel.

Data yang diperlukan merupakan data sekunder yang tersedia di PT BEJ berupa daftar harga saham resmi harian yang telah disesuaikan (*adjusted price*), data IHSG harian, data SBI bulanan selama periode Januari-Desember 1999, data *bid-price* harian dan data *ask-price* harian. Untuk pengumpulan dan perhitungan data secara bulanan, jumlah hari akan disesuaikan dengan jumlah hari perdagangan PT BEJ, jadi dalam setiap bulan jumlah hari bisa tidak sama.

PENGUKURAN KONSEP

Aras pengukuran konsep yang digunakan dalam penelitian ini merupakan aras rasio dengan pola hubungan sebab-akibat, dimana terdapat dua jenis variabel, yaitu variabel tidak bebas dan variabel bebas. Variabel tidak bebas (y) adalah rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan, sedangkan variabel bebas pertama (x_1) adalah rata-rata risiko sistematis bulanan, dan variabel bebas kedua (x_2) adalah rata-rata likuiditas saham bulanan yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread*.

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan uji regresi linear dengan bantuan *Microsoft Excel*. Penerapan uji regresi linear bertujuan untuk:

1. Melakukan prediksi terhadap nilai tingkat pengembalian saham. Model persamaan yang digunakan sebagai berikut:

$$y = a + b x_1 + c x_2 \quad (4)$$

dimana:

y = rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan

a = konstanta

b = koefisien regresi pertama

c = koefisien regresi kedua

x_1 = rata-rata risiko sistematis bulanan

x_2 = rata-rata likuiditas saham bulanan

Dari rumus (4) di atas dapat diketahui pengaruh positif atau negatif dari risiko sistematis dan likuiditas saham terhadap tingkat pengembalian saham.

2. Melihat seberapa besar proporsi risiko sistematis dan likuiditas saham dalam mempengaruhi tingkat pengembalian saham. Untuk itu digunakan koefisien korelasi

berganda yang akan mengukur keeratan hubungan (korelasi) antara tingkat pengembalian saham dengan resiko sistematis dan likuiditas saham. Kemudian dilanjutkan dengan koefisien determinasi (R^2) yang menunjukkan besarnya persentase sumbangan resiko sistematis dan likuiditas saham terhadap variasi naik turunnya tingkat pengembalian saham. Pada pengolahan data ini digunakan *software SPSS 10.0 for Windows*.

3. Menguji kebenaran pengaruh resiko sistematis dan likuiditas saham terhadap tingkat pengembalian saham. Dilakukan dua pengujian: (1) pengujian koefisien regresi secara individual dengan uji t dua arah, dan (2) pengujian koefisien regresi secara bersama-sama dengan uji F.

PERHITUNGAN TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM, RISIKO SISTEMATIS, DAN *BID-ASK SPREAD*

Besarnya tingkat pengembalian saham dapat dihitung dengan rumusan sebagai berikut:

$$\text{Ending price} - \text{Beginning price} + \text{Cash dividend}$$

$$\text{Tingkat Pengembalian Saham} = \frac{\text{Ending price} - \text{Beginning price} + \text{Cash dividend}}{\text{Beginning price}} * 100 \quad (5)$$

Karena dalam penelitian ini digunakan tingkat pengembalian saham diatas tingkat suku bunga bebas risiko (*excess return*), maka hasil perhitungan tingkat pengembalian saham diatas harus dikurangkan dengan tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia (SBI) sesuai dengan kurun waktunya. Hasil perhitungan *excess return* dari tiga puluh tiga sampel selama periode Januari–Desember 1999 dapat dilihat pada Tabel 1.

Table 1. Tingkat Pengembalian Saham (%), Januari-Desember 1999

Nama Perusahaan	Jan.	Feb.	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agu.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.	Rata-Rata
Astra Agro Lestari Tbk	-0.035	-0.660	0.463	1.732	-0.660	0.438	-0.792	-0.135	-0.314	0.899	-0.891	0.174	0.018
Aneka Tambang (Persero) Tbk	-0.630	-0.186	-0.083	0.359	0.220	-0.347	0.450	-0.325	-0.318	-0.086	-0.558	0.173	-0.108
Astra Internasional Tbk	-0.824	-0.063	-0.105	3.858	3.160	1.476	-0.269	-0.639	-0.429	1.094	-0.081	0.047	0.602
Bank Negara Indonesia Tbk	-1.200	-0.487	-0.492	2.390	2.724	-0.921	-0.676	-1.163	0.823	1.830	-1.364	0.527	0.190
Berlian Laju Tanker	-0.966	-0.572	-0.220	0.243	-0.350	0.777	-0.503	-0.593	-0.123	0.251	-0.263	0.450	-0.164
Bimantara Citra	0.149	0.446	-1.874	3.539	3.035	2.384	0.844	-0.192	-0.320	0.608	0.223	2.358	0.875
Bank Internasional Indonesia	2.727	-0.050	-2.425	1.449	1.561	0.004	0.430	-1.042	0.360	1.415	0.122	-0.034	0.384
Bank Bali Tbk	0.549	-0.054	0.977	2.290	5.116	1.110	-1.437	-1.558	-0.036	-0.056	-0.036	-0.911	0.497
Barito Pacific Timber	-0.368	-0.806	-0.209	3.620	3.451	0.590	-1.104	-1.048	1.176	0.922	-0.161	0.301	0.565
Citra Marga Nushapala Persada	-0.611	-0.408	-0.628	2.598	0.980	2.235	-1.108	-0.004	-0.036	1.078	-0.173	1.459	0.447
Daya Guna Samudra Tbk	-0.712	-0.375	-0.327	1.305	-0.094	-1.181	-0.613	-0.316	-0.625	-0.008	-1.128	-0.991	-0.422
Guadang Garann	-0.731	0.601	-0.583	1.513	0.130	0.818	0.008	0.144	-0.637	0.107	-0.166	0.358	0.150
H.M. Sampurna	1.071	0.497	0.399	2.906	0.524	0.992	-0.049	-0.291	-0.461	-0.013	0.186	0.340	0.508
Indofood Sukses Makmur Tbk	1.472	-0.134	0.213	1.097	0.518	0.733	-0.637	-0.090	-0.084	0.054	-0.143	0.305	0.275
Indorama Syntetics	-1.112	-1.563	0.379	2.320	1.584	-1.266	-0.682	0.212	0.070	0.839	-0.931	0.894	0.066
Indah Kiat Pulp & Paper	-0.205	0.140	0.650	2.410	0.627	-0.850	-1.168	0.551	0.472	-0.003	-0.564	0.118	0.179
Indocement Tunggul Prakasa Tbk	1.048	-0.764	-0.138	0.105	-0.530	0.458	-0.341	-0.394	0.186	-0.082	-0.414	0.503	-0.030
Indosat Tbk	0.704	0.464	-0.285	1.924	0.135	-1.104	-0.961	0.352	-0.294	-0.123	-0.375	2.087	0.210
Kalbe Farma	-0.907	-0.773	-0.498	3.005	5.415	1.799	2.704	-0.573	-3.829	1.040	-0.149	1.283	0.792
Bank Lippo Tbk	4.409	0.128	-1.132	-0.416	0.652	0.140	-1.088	-2.886	-0.275	1.461	-1.009	1.860	0.199
Asuransi Lippo Life Tbk	3.178	-0.652	0.138	0.138	1.534	0.049	-1.435	-4.059	1.127	1.450	-0.484	3.383	0.347
Lippo Securities	1.273	-0.730	-0.693	1.449	2.376	1.541	-0.893	-2.853	0.508	1.752	-0.816	2.876	0.482
PP London Sumatera Tbk	-0.465	-1.443	1.866	1.389	-0.926	3.977	-1.396	-0.642	-0.663	0.703	-0.706	-1.360	0.027
Mulia Industriado	0.266	-1.426	0.801	2.375	2.870	0.610	-1.130	-0.325	-1.141	0.542	0.017	0.476	0.328
Matahari Putra Prima Tbk	1.035	-0.367	0.058	5.171	1.014	0.781	0.416	-0.886	-0.250	0.479	-0.298	1.841	0.749
Mayora Indah	-0.652	-0.366	-0.461	2.774	2.149	1.732	-0.571	-0.732	-0.419	0.534	-0.306	1.203	0.407
Bank Pan Indonesia Tbk	3.603	-0.974	-0.347	4.237	1.933	3.324	-0.052	-0.639	-0.789	-0.839	-1.141	0.222	0.713
Ramayana Lestari Sentosa Tbk	0.099	0.080	1.385	1.290	1.713	0.853	0.216	-0.313	0.095	-0.327	-0.225	1.119	0.499
Semen Cibinong	-0.335	-1.002	-1.283	3.443	1.965	4.825	-1.391	-2.325	-0.036	-0.036	-0.036	2.531	0.526
Semen Gresik (Persero) Tbk	0.800	0.102	0.163	1.666	0.384	0.554	0.062	-0.053	-0.630	-0.679	-0.589	0.047	0.152
Timah Tbk	-0.721	0.118	0.684	1.085	0.217	-1.775	-1.019	0.087	0.650	-0.116	-0.458	0.053	-0.116
Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	-1.001	-0.519	0.518	2.010	0.099	-0.066	-0.979	-0.050	-0.289	0.383	-0.389	0.158	-0.010
Telekomunikasi Indonesia	1.352	-0.133	0.196	1.641	0.230	0.360	-1.482	-0.507	0.110	0.429	-0.129	1.012	0.190

Sumber: PT. BEJ, diolah penulis.

Nilai risiko sistematis dapat dihitung dengan rumus (1). Untuk mendapatkan nilai risiko sistematis terlebih dahulu perlu dihitung tingkat pengembalian saham harian dan tingkat pengembalian pasar harian yang telah dikurangkan dengan tingkat suku bunga yang bebas risiko. Hasil tersebut masing-masing kemudian dikurangkan dengan rata-rata hariannya sehingga akan diperoleh *deviation stocks* dan *deviation market* secara harian pula yang akan dikuadratkan untuk memperoleh *squared deviation* untuk saham dan pasar dan dihitung rata-rata hariannya selama satu bulan. Langkah selanjutnya adalah mengalikan *deviation stocks* harian dengan *deviation market* harian untuk memperoleh *product of deviation* secara harian yang juga akan dihitung rata-rata hariannya selama satu bulan.

Tahap terakhir adalah membagi kovarian tingkat pengembalian saham terhadap tingkat pengembalian pasar (diperoleh dari pembagian jumlah hari perdagangan dalam sebulan dengan jumlah hari perdagangan dalam sebulan dikurangi satu, kemudian dikalikan dengan rata-rata harian dari *product of deviation*) dengan varian tingkat pengembalian pasar (diperoleh dari pembagian jumlah hari perdagangan dalam sebulan dengan jumlah hari perdagangan dalam sebulan dikurangi satu, kemudian dikalikan dengan rata-rata harian *squared deviation* dari pasar). Hasil perhitungan *resiko sistematis* dari tiga puluh tiga sampel selama periode Januari–Desember 1999 dapat dilihat pada Tabel 2.

Table 2. Resiko Sistematis, Januari-Desember 1999

Nama Perusahaan	Jan.	Feb.	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.	Rata-Rata
Astra Agro Lestari Tbk	0.732	0.161	2.055	0.768	1.869	1.329	1.167	0.656	0.961	1.199	0.791	0.549	1.020
Aneka Tambang (Persero) Tbk	0.625	0.387	0.883	0.507	1.039	0.530	0.520	0.588	0.673	0.705	1.042	0.799	0.693
Astra Internasional Tbk	1.431	0.887	2.493	1.717	2.472	2.926	1.878	2.020	1.529	1.505	1.258	0.614	1.727
Bank Negara Indonesia Tbk	0.526	0.398	2.002	0.270	4.479	1.072	0.469	2.389	1.484	1.396	0.592	-0.232	1.257
Berlian Laju Tanker	0.756	0.675	1.124	0.352	0.877	0.746	0.509	1.051	1.741	1.009	0.790	0.712	0.778
Bimantara Citra	0.638	1.908	-0.122	0.963	1.583	0.886	2.888	2.000	2.411	1.752	0.839	2.841	1.550
Bank Internasional Indonesia	0.972	1.169	-5.528	1.252	1.863	1.107	0.493	0.486	0.856	0.490	-0.248	0.000	0.243
Bank Bali Tbk	1.141	0.815	-1.221	0.258	4.978	1.207	3.811	1.224	0.000	0.000	0.000	0.623	1.070
Barito Pacific Timber	1.110	1.124	0.993	-0.339	2.811	0.598	1.416	2.149	2.439	1.817	0.544	2.523	1.432
Citra Marga Nuhapala Persada	0.153	0.060	0.701	1.583	0.579	0.990	1.806	0.814	0.000	1.794	1.523	1.684	0.974
Daya Guna Samudra Tbk	1.021	2.437	1.676	1.227	0.477	0.291	0.360	0.743	0.738	0.748	0.971	0.051	0.895
Gudang Garam	0.907	1.344	1.748	1.499	0.069	1.310	0.979	1.256	1.210	1.086	1.278	0.796	1.124
H.M. Sampoerna	2.115	1.768	0.798	1.754	0.978	1.986	1.166	1.215	1.303	1.162	1.001	0.636	1.325
Indofood Sukses Makmur Tbk	1.664	0.413	0.809	1.187	1.220	1.168	1.042	1.206	1.342	0.868	1.024	0.868	1.068
Indorama Symetics	0.090	0.841	2.720	1.026	1.336	0.431	2.057	0.556	0.446	0.313	0.262	2.172	1.021
Indah Kiat Pulp & Paper	1.801	2.421	1.253	1.301	1.784	0.542	1.369	1.425	2.117	1.433	0.977	0.422	1.404
Indocement Tunggal Prakasa Tbk	1.421	0.863	0.490	1.146	0.595	0.585	-0.009	0.119	-0.021	0.375	0.292	0.843	0.558
Indosat Tbk	1.091	0.966	0.277	1.384	0.720	0.854	0.951	0.351	0.366	0.429	0.686	1.602	0.804
Kalbe Farma	0.890	-0.889	1.064	0.418	2.448	0.733	1.244	2.546	1.801	1.566	0.788	1.684	1.191
Bank Lippo Tbk	1.215	-0.473	-0.711	0.326	1.664	0.411	0.507	1.388	1.490	2.253	1.538	-0.129	0.788
Asuransi Lippo Life Tbk	1.673	1.631	2.291	0.470	1.678	0.697	0.780	2.022	2.325	1.870	2.101	0.939	1.540
Lippo Securities	0.700	1.320	2.237	-0.687	3.721	1.673	1.469	2.524	1.409	4.142	0.690	5.074	2.023
PP. London Sumatera Tbk	0.312	1.693	2.212	0.871	0.698	0.726	1.121	1.180	0.822	1.135	1.385	0.714	1.072
Mulia Industrindo	1.480	0.625	1.396	0.884	1.743	0.494	2.161	1.501	1.144	0.798	1.250	1.347	1.235
Muharba Putra Prima Tbk	1.248	1.588	1.354	0.966	1.122	0.836	0.131	1.655	1.153	0.983	0.661	2.438	1.195
Mayora Indah	1.150	3.171	0.098	1.283	2.787	0.719	1.423	1.802	1.098	1.214	1.027	1.703	1.456
Bank Pan Indonesia Tbk	2.381	2.809	-0.471	-0.045	1.447	0.945	3.205	0.587	2.376	2.595	1.273	1.370	1.543
Ramsyana Lestari Sentosa Tbk	0.515	0.386	3.263	0.748	1.999	0.705	1.322	0.947	1.258	1.083	0.928	0.532	1.132
Semen Cibinong	0.937	2.014	1.832	2.643	2.735	0.095	2.051	2.003	0.000	0.000	0.000	-0.018	1.191
Semen Gresik (Persero) Tbk	1.606	-0.075	0.364	1.275	1.470	0.337	0.397	0.505	0.344	0.825	0.080	0.657	
Yamah Tbk	0.873	0.313	0.580	1.046	1.646	0.903	0.584	0.484	0.853	1.188	0.218	0.618	0.691
Fabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	0.833	1.271	1.289	0.990	1.741	1.107	1.221	1.811	1.734	1.326	0.676	1.342	1.279
Telekomunikasi Indonesia	1.289	2.212	1.930	0.862	0.830	1.411	0.929	1.061	1.363	1.383	0.849	1.742	1.323

Sumber: PT. BEJ, Diolah penulis.

Besarnya *bid-ask spread* suatu saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus (2). Langkah selanjutnya adalah mencari rata-rata *bid-ask spread* harian dan bulanan untuk masing-masing saham. Perhitungan *bid-ask spread* dari tiga puluh tiga sampel selama periode Januari–Desember 1999 dapat dilihat pada Tabel 3.

Table 3. Bid-Ask Spread (%), Januari-Desember 1999

Nama Perusahaan	Jan.	Feb.	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Des.	Rata-Rata
Astra Agro Lestari Tbk	1.180	1.421	6.947	1.202	1.392	1.150	1.378	1.490	1.552	1.395	1.216	1.318	1.803
Aneka Tambang (Persero) Tbk	1.707	1.761	1.708	1.660	1.474	1.668	1.634	1.689	1.948	1.736	1.850	1.822	1.721
Astra Internasional Tbk	2.694	3.069	3.138	2.345	1.119	1.001	0.825	1.003	1.024	0.787	0.767	0.737	1.543
Bank Negara Indonesia Tbk	7.961	9.272	10.157	8.426	4.635	5.877	8.281	10.384	11.250	8.394	7.480	8.519	8.383
Berlian Laju Tanker	2.131	2.468	2.880	2.744	2.549	2.028	2.199	2.471	2.577	2.511	2.433	2.462	2.454
Bimantara Citra	7.196	7.002	7.511	5.448	3.821	1.980	2.917	2.530	3.303	2.613	2.261	2.150	4.060
Bank Internasional Indonesia	9.488	10.227	13.633	16.260	9.925	11.918	12.680	15.330	19.242	16.916	16.233	16.666	14.043
Bank Bali Tbk	6.247	6.952	7.789	5.696	2.327	1.832	1.986	3.032	---	---	---	6.029	4.654
Barito Pacific Timber	7.338	8.082	10.527	8.072	4.356	3.657	3.820	4.801	5.295	4.042	3.656	4.261	5.659
Citra Marga Nushapala Persada	7.968	8.992	10.319	8.833	5.772	3.662	3.945	4.638	---	3.948	4.118	3.733	5.993
Daya Guna Samudra Tbk	1.014	0.810	1.084	0.985	1.066	1.050	0.962	0.927	1.050	0.968	1.008	1.158	1.007
Gudang Garam	1.792	1.012	0.743	1.034	1.086	0.882	0.762	0.771	0.794	0.975	0.512	0.756	0.927
H.M. Sampoerna	1.006	0.799	0.584	0.651	0.809	0.868	0.653	0.990	0.630	0.579	0.829	0.312	0.726
Indofood Sukses Makmur Tbk	0.880	1.815	0.981	2.752	0.733	0.825	0.491	0.497	0.771	0.619	0.699	0.468	0.961
Indorama Syntetics	3.214	2.685	2.873	2.580	2.160	5.228	2.023	1.903	2.249	2.461	2.820	1.872	2.672
Indah Kiat Pulp & Paper	1.469	1.436	1.262	1.427	0.986	1.039	1.920	4.796	1.082	0.853	0.941	1.003	1.518
Indocement Tunggul Prakaasa Tbk	1.300	1.347	1.136	1.041	2.003	1.283	3.579	2.339	1.349	2.060	1.456	0.967	1.655
Indosat Tbk	0.585	0.450	0.395	0.538	0.515	0.893	0.619	0.630	0.527	0.558	0.427	0.547	0.557
Kalbe Farma	6.144	7.261	7.509	5.583	3.089	2.306	1.453	0.905	1.914	3.326	2.945	2.479	3.743
Bank Lippo Tbk	4.978	3.707	5.234	6.907	5.223	7.208	8.075	11.758	14.258	12.698	12.157	12.741	8.745
Asuransi Lippo Life Tbk	6.199	5.981	7.866	6.753	4.546	4.889	5.342	9.674	11.284	8.996	8.652	7.758	7.328
Lippo Securities	13.002	14.404	17.407	15.602	6.986	6.677	7.515	13.029	16.017	10.990	9.688	9.322	11.720
PP. London Sumatera Tbk	2.141	2.366	2.774	2.177	2.222	1.721	1.728	2.087	2.557	2.054	1.841	2.394	2.172
Mulia Industrindo	6.901	8.419	25.555	6.710	4.056	2.888	3.359	4.972	6.296	5.713	4.458	4.674	7.001
Matahari Putra Prima Tbk	9.498	10.666	11.805	6.992	3.487	3.005	2.612	3.073	3.534	3.176	2.780	2.685	5.276
Mayora Indah	6.538	7.811	8.964	6.381	3.688	2.986	2.816	3.598	4.021	3.576	3.135	2.958	4.706
Bank Pan Indonesia Tbk	4.537	4.887	5.729	4.625	2.710	1.915	1.510	1.659	2.168	3.384	3.583	3.834	3.378
Ramayana Lestari Sentosa Tbk	1.805	1.464	1.528	1.600	1.596	1.794	1.434	1.257	1.351	5.902	1.149	1.030	1.784
Semen Cibinong	8.243	9.472	11.981	11.331	6.758	4.668	3.322	5.148	---	---	---	4.483	7.201
Semen Gresik (Persero) Tbk	0.992	1.180	1.138	1.208	2.232	2.330	4.671	3.037	2.145	1.780	1.067	0.473	2.038
Timah Tbk	0.861	0.968	0.607	1.039	1.448	1.262	0.808	0.796	1.056	0.951	0.828	0.684	0.942
Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	1.601	1.381	1.470	1.420	1.101	1.347	1.274	1.143	1.320	1.190	1.110	1.243	1.300
Telekomunikasi Indonesia	0.951	0.896	1.046	0.840	0.820	0.931	0.758	0.837	0.959	0.805	0.771	0.740	0.863

Sumber: PT. BEJ, Diolah penulis.

HASIL UJI REGRESI: MEMPREDIKSIKAN NILAI TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM

Dengan regresi berganda diperoleh model yang memprediksikan tingkat pengembalian saham dengan variabel bebas risiko sistematis (x_1) dan likuiditas saham (x_2) sebagai berikut:

$$y = -0,299 + 0,422 x_1 + 0,028 x_2 \quad (6)$$

Dari persamaan diatas terlihat rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata *bid-ask spread* bulanan berpengaruh positif terhadap rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan. Jadi tingkat risiko sistematis dan *bid-ask spread* yang tinggi mempunyai kecenderungan menyebabkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor juga akan tinggi. Dari kedua variable tersebut terlihat bahwa rata-rata risiko sistematis bulanan mempunyai pengaruh lebih besar terhadap pengembalian yang diharapkan investor dibandingkan rata-rata *bid-ask spread* bulanan.

Koefisien korelasi (r) sebesar 0,62 menunjukkan hubungan yang cukup erat antara rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan dengan rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata *bid-ask spread* bulanan selama periode Januari-Desember 1999.

Besarnya persentase sumbangan rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata likuiditas bulanan terhadap rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan dapat dilihat dari koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,38. Angka tersebut menunjukkan bahwa sekitar 38% rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan dapat dijelaskan oleh variabel rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata *bid-ask spread* bulanan periode Januari-

Desember 1999. Sedangkan sisanya (62%) dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya seperti perilaku pasar, makro ekonomi, situasi sosial-politik, dan kebijakan pemerintah.

PENGUJIAN SIGNIFIKANS KOEFISIEN REGRESI: TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM

1. Pengujian Koefisien Regresi Secara Individual

Pengujian koefisien regresi secara individual dilakukan untuk mengetahui apakah rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan benar-benar dipengaruhi secara signifikan oleh rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata *bid-ask spread* bulanan.

Pengujian menggunakan uji t dua arah dengan hipotesis sebagai berikut:

Ho: $\beta = 0$ (variabel bebas tidak mempengaruhi variabel tidak bebas)

H₁: $\beta \neq 0$ (variabel bebas mempengaruhi variabel tidak bebas)

Dengan ketentuan jika Ho diterima maka variabel tidak signifikan dan jika Ho ditolak (H₁ diterima) maka variabel signifikan. Adapun hasil pengujian ditunjukkan dalam Tabel 4 berikut:

Tabel 4. Koefisien Regresi Secara Individu Januari–Desember 1999

Variabel Bebas	t hitung	Probabilitas Signifikansi	Hasil (a = 5%)
Risiko Sistematis	3,51	0,001	Signifikan
<i>Bid-Ask Spread</i>	2,19	0,037	Signifikan

Dari Tabel 4 diketahui bahwa rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata *bid-ask spread* bulanan berpengaruh secara signifikan terhadap rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan. Jadi Ho ditolak.

2. Pengujian Koefisien Regresi Secara Bersama-sama

Pengujian koefisien regresi secara bersama-sama dilakukan untuk mengetahui apakah risiko sistematis dan likuiditas saham secara bersama-sama benar-benar mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Dengan uji F hipotesis yang diajukan adalah:

Ho: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3$

H₁ : $\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3$

dengan ketentuan jika Ho diterima maka variabel tidak signifikan dan jika Ho ditolak maka variabel signifikan. Hasil disajikan dalam Tabel 5 berikut:

Tabel 5. Koefisien Regresi Secara Bersama-sama Januari–Desember 1999

Variabel Bebas	F Hitung	Probabilitas Signifikansi	Hasil (a = 5%)
Risiko Sistematis, <i>Bid-Ask Spread</i>	9,15	0,001	Signifikan

Dari uji F terbukti bahwa rata-rata risiko sistematis bulanan dan rata-rata *bid-ask spread* bulanan secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rata-rata tingkat pengembalian saham bulanan, jadi H_0 ditolak.

KESIMPULAN

1. Secara bersama-sama faktor risiko sistematis dan likuiditas yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham dari badan-badan usaha yang *go public* di Indonesia.
2. Secara individu faktor risiko sistematis dan likuiditas yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* masing-masing juga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham dari badan-badan usaha yang *go public* di Indonesia.
3. Risiko sistematis lebih mempengaruhi tingkat pengembalian suatu saham dibandingkan dengan likuiditas yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread*.
4. Faktor-faktor lain seperti perilaku pasar, makro ekonomi, situasi sosial-politik, dan kebijakan pemerintah juga ikut mempengaruhi tingkat pengembalian saham.

SARAN

Penelitian selanjutnya perlu dilakukan dengan rentang waktu yang lebih panjang atau lebih dari satu tahun untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat mengenai pengaruh risiko sistematis dan likuiditas saham yang diukur dengan *bid-ask spread* terhadap tingkat pengembalian saham.

Disamping itu, variable yang diteliti juga perlu diperluas seperti likuiditas saham yang bukan hanya dapat diukur dari *bid-ask spread* melainkan juga dari volume perdagangan saham atau komisi penjualan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia. 1999. *Laporan Tahunan Bank Indonesia*.
- Bodie, Z., A. Kane, dan A.J. Marcus. 1993. *Investments*. 2nd edition, Richard D. Irwin.
- Bodie, Z., A. Kane, dan A.J. Marcus. 1980. *Essentials of Investments*. 3rd edition, Irwin McGraw-Hill.
- Conroy, D., M. Harris, dan R. Bennett. 1990. "The Effect of Stock Split on Bid-Ask Spread." *Journal of Finance*. Vol 45. hal. 1289-1294.
- Francis, J.C. 1991. *Investment Analysis and Management*. 5th edition, McGraw-Hill.
- Hearth, D. dan J. Zaima. 1995. *Security and Portfolio Analysis*. Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Florida.

- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). 1999. *Indonesian Capital Market Directory*. 10th edition, Jardine Fleming Nusantara.
- Jakarta Stock Exchange. 1999. "File Market Summaries, FTP Directory, Daily Transaction 1999." Internet: [Http://www.jsx.co.id/](http://www.jsx.co.id/)
- JSX Statistics. 1999. *Laporan Tahunan PT BEJ*.
- Reilly, F.K. 1997. *Investments*. 5th edition, Dryden Press, Harcourt Brace Jovenovich College Publishers, USA.
- Sharpe, W.F., G.J. Alexander, dan J.V. Bailey. 1999. *Investments*. 6th edition, Prentice Hall, Inc, New Jersey.
- Sri Fatmawati dan Marwan Asri. 1999. "Pengaruh Stock Split Terhadap Likuiditas Saham Yang Diukur Dengan Besarnya Bid-Ask Spread Di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 14. Hal. 93-110.
- Weston, J.F. dan T.E. Copeland. 1992. *Manajerial Finance*. 9th edition, Dryden Press International Edition, USA.
- Weston, J.F. dan E.F. Brigham. 1993. *Essential of Managerial Finance*. 10th edition, Dryden Press International Edition, USA.
- Yuniartha, F.S dan S.Susilowati. 2000. "Pengaruh Stock Split Terhadap Likuiditas dan Return Saham di Bursa Efek Jakarta". Skripsi S-1 (*Unpublished*). Universitas Kristen Petra, Surabaya. Indonesia.