

**DOMESTIC INSTITUTIONAL OWNERSHIP DAN FOREIGN INSTITUTIONAL OWNERSHIP TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM  
(Studi pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

**Hamdani<sup>1</sup>, Maulizar<sup>2</sup>, Yetty Tri Putri<sup>3</sup>, Halimatus Sa'diyah<sup>4</sup>**

<sup>1,2,3,4</sup> Jurusan Tata Niaga, Politeknik Negeri Lhokseumawe

Email: [hamdani@pnl.ac.id](mailto:hamdani@pnl.ac.id)

**Abstarct:** *This research was conducted to deterime the influence of ownership structure, domestic institutional ownership and foreign institutional ownership from stock market liquidity. Control variable in this research is size measure by market capitalization. This research use a quantitative approach using statistical tools in the form of multiple linear regression. This study use secondary data from manufacture firm wich fulfill the requirement and listing in Indonesia Stock Exchange from 2009-2010. The result of this study conclude that domestic institutional ownership has a significant negative influence on stock market liquidity wich measured by depth but domestic institutional ownership wich measured by relative spread hasn't significant influence on stock market liquidity. The second result of this study is foreign institutional ownership has a significant negative influence on stock market liquidity wich measured by depth and also has a significant positive influence on market likuidity wich measured by relative spread. Control variable has varied influence on stock market liquidity.*

**Keywords :** *Domestic institutional ownership, foreign institutional ownership, size, market capitalization, stock market liquidity, depth, relative spread.*

## **PENDAHULUAN**

Status pasar suatu negara dapat digolongkan menjadi dua berdasarkan versi Financial Times and Stock Exchange (FTSE Group), penyedia data ekonomi dan keuangan, yaitu *developed market* dan *emerging market*. *Developed market* adalah pasar negara-negara maju yang diperkirakan sangat berkembang dan karena itu kurang berisiko. Sedangkan *emerging market* adalah pasar negara berkembang dengan harapan pertumbuhan yang tinggi (Mody, 2004: 3).

Salah satu pembeda di antara kedua status pasar itu adalah soal likuiditas pasar keuangannya. Sebagaimana kita ketahui, *emerging market* tidak selikuid *developed market*. Kurangnya likuiditas dianggap sebagai faktor kunci tingginya volatilitas di pasar negara berkembang, sehingga menjadi hambatan yang signifikan untuk perkembangan pasar keuangan.

Terbukanya pasar keuangan domestik untuk investor global merupakan bagian dari kebijakan liberalisasi keuangan secara keseluruhan. Hal tersebut diharapkan mampu meningkatkan likuiditas di pasar domestik, seperti diuraikan oleh Stulz (1999a,b), partisipasi yang besar dari lembaga keuangan internasional akan meningkatkan likuiditas pasar domestik melalui pengungkapan informasi yang lebih baik (*better information disclosure*). Perdagangan surat berharga pun menjadi lebih aktif.

Meskipun beberapa penelitian telah dilakukan untuk menilai likuiditas pasar negara berkembang, masih sedikit yang meneliti tentang hubungan

liberalisasi pasar keuangan dengan likuiditas. Levine dan Zervos (1998) dan Bekaert et al. (2002) menunjukkan bahwa likuiditas, yang diukur dengan rasio nilai perdagangan terhadap PDB dan nilai perdagangan terhadap kapitalisasi pasar, meningkat setelah liberalisasi pasar modal di negara berkembang. Penelitian terbaru, Bekaert et al (2007) menunjukkan efek positif dari tingkat keterbukaan untuk investor asing terhadap likuiditas di pasar modal negara berkembang. Studi ini hanyalah membahas mengenai dampak likuiditas dari pasar keuangan di pasar negara berkembang. Meskipun studi ini tidak menguji dampak likuiditas dari perdagangan asing yang sebenarnya, hubungan antara partisipasi asing dan likuiditas yang disempurnakan telah digunakan untuk menjelaskan keberhasilan ekonomi setelah liberalisasi pasar. Seperti meningkatnya investasi swasta (Henry, 2000), mengurangi *cost of capital*, dan pertumbuhan ekonomi yang lebih besar.

Namun demikian, selain berdampak positif, masuknya aliran modal asing juga harus memperhatikan kemungkinan mobilitas atas aliran dana yang dapat menyebabkan *extreme volatility* bagi *emerging market*. Sampai saat ini proporsi kepemilikan asing di pasar modal Indonesia masih pada kisaran 60% yang secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi potensi kegoncangan pasar modal Indonesia.

Penelitian yang dilakukan oleh Schill Michael J. (2006) menyebutkan bahwa *emerging market*, seperti Indonesia, mempunyai peran penting dalam peningkatan *international portofolio* yang

pada akhirnya berujung pada prospek terjadinya pertumbuhan investasi, *average returns* yang tinggi, volatilitas yang tinggi dan korelasi yang rendah antara *emerging markets* dan *developed markets*.

Kondisi perekonomian Indonesia sendiri secara umum cukup stabil dan kokoh. Hal ini terlihat dari pertumbuhan GDP (*Gross Domestic Product*) pada Kuartal III 2011 yang stabil di kisaran 6,5% YoY, atau 3,5% dari kuartal sebelumnya (www.bps.go.id). Kondisi ini juga ditopang dengan peningkatan CCI (*Consumer Confidence Index*), hal ini menunjukkan adanya peningkatan optimisme konsumen terhadap perekonomian nasional. Pertumbuhan GDP ini sebagian besar ditopang oleh sektor perdagangan dan konsumsi. Sepanjang kuartal III-2011 konsumsi rumah tangga di Indonesia tumbuh 2,7%, konsumsi pemerintah tumbuh 0,2%, investasi tumbuh 1,7%, ekspor tumbuh 8,3%, dan impor tumbuh 5% (www.bps.go.id). Kondisi ini menunjukkan adanya potensi peningkatan *aggregate demand* dan mendorong ekspansi bisnis dan peningkatan permintaan dana pinjaman.

Kondisi ini didukung dengan rating Indonesia yang naik tingkat ke *investment grade* pada akhir tahun 2011 kemarin. Dengan dicapainya rating *investment grade*, tentu akan menambah aliran modal asing ke Indonesia. Pasar modal Indonesia, khususnya yang menyangkut *equity market*, menjadi obyek yang cukup menarik karena menunjukkan transaksi pemodal asing sebesar 30% dalam setiap volume transaksi harian dan kepemilikan saham oleh pemodal asing mencapai 63% dari saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Meningkatnya kepercayaan investor asing ini, sedikit banyak juga mempengaruhi tingkat kepercayaan dan partisipasi investor domestik dalam pasar modal Indonesia. Secara fundamental, *foreign investor* dan *domestic investor* memiliki sifat dan motivasi yang berbeda (Douma et al., 2002). Namun, *domestic institutional ownership* memiliki karakteristik yang hampir sama dengan *institutional ownership* karena *domestic institutional ownership* tidak memiliki sifat khusus seperti yang dimiliki *foreign institutional ownership*. Hal tersebut sesuai dengan pengelompokan struktur kepemilikan menurut Zhaka (2005), struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh asing, kepemilikan saham oleh manager, kepemilikan saham oleh institusi besar, kepemilikan oleh individu, dan kepemilikan oleh

pemerintah. Oleh karena itu, dalam penelitian ini kepemilikan institusi domestik dianggap sama dengan pemahaman umum mengenai kepemilikan institusi. Pengaruh *institutional ownership* terhadap likuiditas saham lebih jauh didorong oleh pengaruh perilaku dan praktek perdagangan mereka terhadap harga saham (Sarin dan Shastri, 2000). Tidak seperti *foreign institutional ownership* yang lebih mengetahui informasi di pasar atau memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. *institutional ownership* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Chakravarty (2001) menemukan bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh institusi yang laporan atas ini berdampak pada harga kumulatif yang besar secara tidak proporsional. Hal ini bisa berdampak pada meningkatnya biaya asimetri informasi yang akan menurunkan likuiditas.

Berdasarkan fenomena yang ditimbulkan, peneliti ingin melakukan penelitian untuk mengetahui bagaimana pengaruh *domestic institutional ownership* dan *foreign institutional ownership* terhadap likuiditas pasar modal Indonesia pada kurun waktu 2009 hingga 2010. Hal lain yang melatarbelakangi penelitian ini dilakukan adalah adanya penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rhee dan Wang (2008) yang meneliti mengenai hubungan *foreign institutional ownership* dan likuiditas pasar modal di Indonesia dengan periode penelitian 2002 sampai dengan 2007, dimana hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki dampak negatif pada likuiditas pasar modal di masa mendatang. 10% kenaikan pada *foreign institutional ownership* pada bulan ini sebanding dengan 2% kenaikan pada *bid-ask spread*, 3% penurunan pada *depth*, dan 4% kenaikan pada *price sensitivity* di bulan selanjutnya.

Merujuk pada hasil penelitian sebelumnya, terdapat perbedaan dalam penelitian ini, antara lain penulis ingin menguji kembali hasil dari penelitian sebelumnya. Ditambahkannya variabel *domestic institutional ownership* oleh penulis sebagai variabel independen selain *foreign institutional ownership*, juga merupakan upaya penulis untuk kebaruan pembahasan dalam penelitian ini. Kemudian untuk periode pengamatan yang digunakan adalah tahun 2009 hingga 2010, karena pada rentang waktu tersebut situasi ekonomi di Indonesia tengah dalam proses *recovery* setelah mengalami krisis pada tahun 2008 akibat krisis global di dunia.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Teori Struktur Mikro Pasar

Teori Struktur Mikro Pasar merupakan sebuah teori baru berkembang yang membahas pembentukan harga saham di pasar. O'Hara (1995) menyatakan bahwa studi ini membahas bagaimana harga aset terbentuk di pasar dengan aturan perdagangan yang ada. Pembahasan yang paling banyak dilakukan adalah mengenai likuiditas saham di bursa, dikarenakan data yang relatif mudah diakses. Banyak pendekatan yang digunakan untuk menyatakan likuiditas seperti volume transaksi saham, frekuensi transaksi saham dan sebagainya. Tetapi, *bid-ask spread* lah yang banyak berkembang untuk menyatakan likuiditas saham dan peneliti ini banyak dilakukan oleh para akademisi dan peneliti. Teori struktur mikro pasar sederhana telah mengategorikan pedagang didasarkan pada sistem informasinya, yaitu; *informed trader* dan *uninformed trader*. *Informed trader* memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini untuk mengambil keuntungan sebanyak-banyaknya ketika melakukan perdagangan. *Uninformed trader* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Pada berbagai kasus, mereka diistilahkan sebagai "noise traders" atau para investor yang gaduh, karena perdagangan mereka didasarkan pada kepercayaan dan sentimen mereka yang tidak didasarkan pada informasi fundamental. Informasi diungkapkan di pasar melalui aktivitas perdagangan dari *informed trader* (Vishwanath, R. dan Krishnamurti, C., 2009).

Untuk mengambil keuntungan penuh dari kepemilikan informasi yang superior, *informed trader* memiliki insentif untuk menurunkan harga secara perlahan dengan perdagangan mereka. Barclay dan Warner (1993) dalam tulisannya, mereka menyatakan bahwa *informed trader* menggunakan perdagangan dalam skala menengah daripada skala besar untuk mencegah informasi menjadi terlalu cepat terkandung dalam harga saham. Chakraverty (2001) menemukan bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh institusi. Hal ini berdampak pada harga saham kumulatif yang besar secara tidak proporsional. Temuan ini sesuai dengan pandangan umum bahwa institusi adalah *informed trader*.

Pengukuran likuiditas yang populer adalah dengan proksi *bid-ask spread*. Proksi ini dapat

dinilai sebagai harga yang diisyaratkan oleh dealer untuk menyediakan eksekusi order dengan segera. Amihud dan Mendelson (1986) menentukan hubungan antara *bid-ask spread* dengan return saham. Investor akan meminta tingkat *return* yang lebih tinggi untuk *spread* saham yang tinggi. Oleh sebab itu, keputusan investasi seharusnya berkaitan dengan pertimbangan-pertimbangan likuiditas sebagai tambahan dari risiko. Walaupun seorang investor bisa menurunkan risiko dengan memegang suatu portofolio yang terdiversifikasi, namun biaya atas ketidaklikuidan tidak bisa terdiversifikasi.

Disamping tingkat return yang disyaratkan, likuiditas juga mempengaruhi periode memegang sebuah saham. Biaya yang disebabkan oleh *bid-ask spread* harus ditanggung oleh investor hanya selama periode memegang saham tersebut. Periode memegang yang lebih lama akan menurunkan secara efektif biaya transaksi per unit waktu. Semakin lama periode memegang saham, semakin rendah return tambahan yang disyaratkan untuk mengkompensasi *bid-ask spread*. Oleh karena itu, saham dengan *bid-ask spread* yang tinggi akan dipegang oleh investor dalam periode yang lebih lama. Sebaliknya, investor jangka pendek akan memegang saham yang memiliki *spread* rendah. Amihud dan Mendelson (1986) menunjukkan secara empirik bahwa *return* surat berharga merefleksikan persentase *bid-ask spread*. *Gross return* yang diobservasi cenderung meningkat seiring dengan peningkatan *spread*. Hasil penelitian ini memiliki beberapa implikasi bagi manajer investasi. Pertama, investasi yang memiliki likuiditas yang rendah diisyaratkan untuk menghasilkan *return* yang lebih tinggi bagi investornya. Kedua, manajer portofolio disarankan untuk memberikan perhatian pada horison investasi klien mereka. Klien dengan periode horison investasi yang lebih lama akan mampu menahan beban atas aset-aset yang tidak likuid dalam portofolionya. Sedangkan investor yang horison investasinya jangka pendek seharusnya diarahkan untuk memegang sekuritas yang memiliki *spread* rendah.

### Teori Asimetri Informasi

Asimetri informasi (*information asymmetry*) adalah kondisi dimana ada ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen, sebagai penyedia informasi (*prepaper*), dengan pemegang saham dan *stakeholder* pada umumnya sebagai pengguna informasi (*user*). Menurut Scott (2000), terdapat dua macam asimetri informasi

yaitu *adverse selection* dan *moral hazard*. *Adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibanding investor pihak luar. Selain itu juga, fakta yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan informasinya kepada pemegang saham. Sedangkan dalam *moral hazard*, yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Sehingga manajer dapat melakukan tindakan di luar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan. Ogden et al., (2002) menyatakan bahwa kualitas pasar saham sangat berhubungan dengan efisiensi informasinya. Oleh sebab itu, harga saham merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Jika seluruh informasi secara bebas tersedia untuk semua investor (seperti pada pasar ideal), pada kondisi ini pasar dikatakan efisien kuat. Akan tetapi, dalam kondisi asimetri informasi, penciptaan pasar efisiensi yang kuat merupakan suatu persoalan. Dalam beberapa penelitian, tingkat asimetri informasi dikaitkan dengan *bid-ask spread*. Besar kecilnya *spread* mencerminkan besar kecilnya biaya yang ditanggung oleh *market maker* yang terkandung dalam *spread* saham, yaitu yang biasa disebut dengan *adverse selection cost*. *Adverse selection cost* adalah biaya kesenjangan informasi (asimetri informasi) yang timbul ketika terdapat pelaku pasar yang memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pelaku pasar lain mengenai perkiraan perubahan harga dari sekuritas yang diperdagangkan.

### Likuiditas Saham

Likuiditas saham (*stock market liquidity*) adalah kemampuan untuk menyerap aliran permintaan pembelian dan penjualan di pasar saham. Likuiditas pasar modal digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi. Pengertian likuiditas menurut Jones (2002:27) bahwa likuiditas adalah kecepatan dan kemudahan sebuah asset untuk dikonversi ke kas. Sebuah aset likuid jika dapat dikonversi dengan cepat dan dengan perubahan harga yang kecil dengan asumsi tidak terdapat informasi baru di pasar. Sedangkan Jeff Madura (2003: 3) menjelaskan, bahwa likuiditas adalah tingkat sebuah sekuritas dapat dengan mudah dijual tanpa kerugian nilai. Menurut kedua penjelasan tersebut,

likuiditas saham adalah kemampuan saham perusahaan untuk dapat dijual sesegera mungkin pada berbagai kondisi, tanpa mengakibatkan penurunan harga yang berarti. Suatu aset dikatakan likuid bila aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah yang besar dengan waktu yang singkat, biaya yang rendah, dan tanpa kerugian atas nilai yang signifikan dengan harga yang mendekati harga yang terjadi pada transaksi sebelumnya. Tingkat likuiditas saham perusahaan dapat diukur dengan menggunakan volume transaksi saham atau volume perdagangan dan frekuensi perdagangan. Reilly dan Brown (2003:347) menyatakan bahwa faktor yang terpenting dari likuiditas itu adalah jumlah uang dari lembar saham yang diperdagangkan. Semakin besar volume perdagangan dibandingkan dengan jumlah seluruh saham yang diterbitkan maka semakin likuid saham tersebut. Dalam penelitian ini, likuiditas saham diartikan sebagai ukuran jumlah transaksi suatu saham tertentu dengan volume perdagangan saham di pasar modal dalam periode tertentu. Volume perdagangan digunakan sebagai proksi likuiditas pasar karena dinilai lebih mampu menjelaskan likuiditas saham dibandingkan dengan menggunakan frekuensi. Semakin besar volume transaksi saham menyebabkan semakin luasnya kepemilikan saham tersebut, dengan semakin luas dan terbarnya kepemilikan saham tersebut maka akan meningkatkan kesempatan saham tersebut untuk ditransaksikan sehingga meningkatkan frekuensi perdagangan. Volume perdagangan saham yang besar pada waktu tertentu melalui frekuensi transaksi yang sedikit, dapat mencerminkan tingkat likuiditas yang baik. Hal ini dikarenakan investor lain akan memandang bahwa saham tersebut *profitable* karena mampu menarik investor untuk membeli dalam jumlah yang besar. Adanya kejadian yang seperti itu dapat meningkatkan kepercayaan investor atas saham yang dimiliki perusahaan serta meningkatkan permintaan akan saham tersebut sehingga likuiditasnya pun akan naik. Rhee dan Wang (2009) menggunakan tiga dimensi pengukuran dalam kajiannya, yaitu, 1) *bid-ask spread*, 2) *depth*, 3) *price sensitivity*.

Dari berbagai kajian tersebut, diketahui bahwa pengukuran likuiditas yang paling sering dipergunakan oleh para peneliti dengan segala kelebihanannya adalah *relative spread* dan *depth*. *Relative spread* digunakan untuk mengukur besarnya dimensi *tightness* dan *immediacy* saham,

sedangkan *depth* digunakan untuk mengukur dimensi *depth*. *Depth* dapat diukur dengan rumus:

$$D_{i,t} = Bid_{i,t} \times Q_{i,t}^B + Ask_{i,t} \times Q_{i,t}^A .$$

Dimana:

$D_{i,t}$	:	<i>Depth</i> saham i pada periode t
$Bid_{i,t}$	:	Harga beli terbaik saham i pada periode t
$Ask_{i,t}$	:	Harga jual terbaik saham i pada periode t
$Q_{i,t}^B$ and $Q_{i,t}^A$	:	Jumlah lembar saham pada transaksi terbaik

Sedangkan untuk dimensi *relative spread* diukur dengan rumus:

$$S_{i,t} = \frac{(Ask_{i,t} - Bid_{i,t})}{(Ask_{i,t} + Bid_{i,t})/2}$$

Dimana:

$S_{i,t}$	:	<i>Relative spread</i> saham i pada periode t
$Ask_{i,t}$	:	Harga jual terbaik saham i pada periode t
$Bid_{i,t}$	:	Harga beli terbaik saham i pada periode t

### Struktur Kepemilikan

Terdapat banyak pengelompokan tentang struktur kepemilikan. Menurut Zheka (2005), struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh asing, kepemilikan saham oleh manager, kepemilikan saham oleh institusi besar, kepemilikan oleh individu, dan kepemilikan oleh pemerintah. Sedangkan menurut Rubin (2007) mengelompokkan kepemilikan menjadi dua yaitu *ownership level* dibagi mejadi *institutional ownership* dan *insider ownership*, sedangkan *ownership concentration* diwakili oleh *blockholder ownership*. Pada umumnya struktur kepemilikan bisa dibedakan menjadi dua, yaitu kepemilikan oleh investor asing dan investor domestik.

Dalam penelitian ini lebih mengkhususkan ke dalam dua kategori yaitu kepemilikan oleh institusi asing dan oleh institusi domestic, untuk membedakan dengan penelitian sebelumnya. Struktur kepemilikan, oleh beberapa peneliti, dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

### Domestic Institutional Ownership

*Domestic institutional ownership* dapat dibedakan dari *foreign institutional ownership* menurut penelitian dari Patnaik dan Shah (2008) bahwa *foreign institutional investor* lebih menyukai untuk membeli saham perusahaan yang likuid, muda, dan perusahaan sektor privat yang memiliki visibilitas global. Sedangkan *Domestic*

*institutional investor* lebih menyukai perusahaan yang tidak terlalu likuid, lebih tua dengan asset tetap yang besar dan *leverage* yang tinggi.

*Domestic institutional ownership* pada dasarnya tidak memiliki sifat khusus. Dari penelitian terdahulu, kepemilikan institusi yang dikaitkan dengan likuiditas kebanyakan adalah *foreign institutional ownership* dan *institutional ownership*. Sehingga dalam penelitian ini variabel *domestic institutional ownership* dianggap sama dengan karakteristik dari *institutional ownership*. Hal tersebut sesuai dengan pengelompokan struktur kepemilikan menurut Zheka (2005), struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh asing, kepemilikan saham oleh manager, kepemilikan saham oleh institusi besar, kepemilikan oleh individu, dan kepemilikan oleh pemerintah. Oleh karena itu, untuk selanjutnya *Domestic institutional ownership* akan disebut *institutional ownership*.

Kepemilikan oleh institusi secara signifikan dapat mengurangi biaya keagenan atas fungsi *monitoring* pemegang saham terhadap pihak manajemen. Pengawasan oleh pemilik modal dari investor domestik ini akan membantu memastikan bahwa manajer bertindak dalam kapasitas sesuai kepentingan pemegang saham (Amidu dan Abror, 2006). Pengaruh *institutional ownership* terhadap likuiditas saham lebih jauh didorong oleh pengaruh perilaku dan praktek perdagangan mereka terhadap harga saham (Sarin dan Shastri, 2000). Perdagangan yang dilakukan oleh pihak institusi sering melibatkan transaksi saham dalam jumlah besar. Hal ini sangat berdampak pada harga dan likuiditas saham perusahaan yang

sahamnya diperdagangkan. Sejalan dengan itu, Rubin (2007) juga menyatakan bahwa transaksi saham yang dilakukan *institutional holding* lebih sering dilakukan dibandingkan transaksi yang dilakukan oleh investor-investor lainnya. Oleh sebab itu, *institutional holding* mempunyai pengaruh yang positif terhadap likuiditas saham.

Secara fundamental *foreign investor* dan *domestic investor* memiliki sifat dan motivasi yang berbeda (Douma et al., 2002). Investor asing merasa tidak lebih mengetahui informasi mengenai kondisi negara maupun perusahaan didalamnya, sehingga mereka lebih menyukai berinvestasi terhadap sekuritas yang dia benar-benar mengetahui informasinya (Robertsson and Dahlquist, 2001) sedangkan investor domestik karena sudah merasa paham dengan kondisi negaranya maka investor tersebut kurang begitu mencari informasi secara fundamental. Sehingga kedua investor tersebut akan mengolah informasi yang diperoleh secara berbeda sesuai intelektual dan emosional masing-masing.

Berdasar teori struktur mikro pasar tradisional telah mengategorikan pedagang didasarkan pada sistem informasinya, yaitu: *informed trader* dan *uninformed traders*. *Informed trader* memiliki informasi sehubungan dengan saham, dimana pedagang lain tidak memilikinya. Mereka mengeksploitasi keuntungan informasi ini ketika melakukan perdagangan dengan yang lainnya. Sedangkan *uninformed trader* melakukan perdagangan untuk alasan yang bukan informasional. Chakravarty (2001) menemukan

bahwa perdagangan dalam skala menengah adalah perdagangan yang dilakukan oleh institusi yang laporan atas ini berdampak pada harga kumulatif yang besar secara tidak proporsional. Temuan ini sesuai dengan pandangan umum bahwa institusi adalah *informed trader*. Untuk menutupi kerugian-kerugian yang mungkin terjadi sebagai akibat dari perdagangan yang dilakukan oleh pihak *informed trader* maka *market makers* (*dealer*) meningkatkan biaya asimetri informasi atau *adverse selection cost* pada *bid-ask spread* saham yang bersangkutan. Oleh sebab itu, semakin tinggi kepemilikan institusi atas saham suatu perusahaan maka semakin besar *bid-ask spread* saham perusahaan tersebut. Dengan kata lain, kepemilikan institusi mempunyai pengaruh negatif terhadap likuiditas saham perusahaan.

Penelitian-penelitian lain juga memperkuat kesimpulan ini, transaksi institusi lebih memungkinkan mengendalikan atau menguasai informasi (Ke dan Petroni, 2004; Bushee dan Goodman, 2007), dan kepemilikan institusi yang besar meningkatkan informasi asimetri (Dennis dan Weston, 2001; Brockman dan Yan, 2009) dan volatilitas return (Sias, 1996 and Wang, 2007). Sehingga kepemilikan institusi (*institutional ownership*) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham.

Kepemilikan institusi domestik ini dapat dihitung dengan membandingkan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi domestik dengan jumlah saham yang beredar (*outstanding share*), yang dihitung dengan rumus:

$$DINS = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki investor institusi domestik}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

### **Foreign Institutional Ownership**

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh badan hukum dimana dapat terdiri dari perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun berupa kepemilikan lembaga lain. Struktur kepemilikan secara spesifik dikelompokkan menjadi 2 (dua) kategori, yaitu kepemilikan asing dan kepemilikan publik. Kepemilikan asing adalah kepemilikan sahamnya dimiliki oleh pemodal asing sedangkan kepemilikan publik adalah kepemilikan yang sahamnya dimiliki oleh masyarakat atau publik domestik. Kepemilikan asing dalam perusahaan baik individual maupun institusi merupakan suatu hal yang penting bagi perusahaan. Kepemilikan saham oleh asing mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan sehingga menarik minat investor lain untuk ikut

berinvestasi di saham perusahaan tersebut. Hal ini mengakibatkan likuiditas semakin tinggi, harga saham juga akan naik sehingga kinerja saham dan perusahaan secara keseluruhan juga akan meningkat.

Doms dan Jansen (1998) mengemukakan bahwa dengan adanya kepemilikan asing, maka perusahaan menjadi lebih produktif dan lebih mengutamakan *capital intensive* sehingga mampu menggaji karyawannya dengan tingkat upah yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan domestik. Investor asing sebagai pemegang saham dapat memengaruhi keputusan manajemen.

Dalam Penelitiannya, Stulz (1999a,b) menjelaskan bahwa partisipasi yang besar dari lembaga keuangan internasional akan meningkatkan likuiditas pasar lokal melalui pengungkapan informasi yang lebih baik (*better*

*information disclosure*) dan perdagangan lebih aktif. Hubungan antara partisipasi asing dan likuiditas dapat juga dilihat dari keberhasilan ekonomi setelah adanya liberalisasi pasar. Seperti meningkatnya investasi swasta (Henry, 2000), mengurangi *cost of capital* dan pertumbuhan ekonomi yang lebih besar

Pada saat partisipasi asing masuk ke dalam pasar saham lokal menunjukkan bahwa investor asing memiliki cukup informasi mengenai potensi pasar yang ada. Masuknya partisipasi asing menunjukkan adanya informasi yang diketahui maupun tidak diketahui oleh investor lokal.

Menurut Aggarwal et al (2005), investor asing lebih memilih saham dengan tingkat likuiditas yang tinggi. Dalam *emerging market* investor lokal memiliki sedikit informasi sehingga cenderung *follower*. Hal ini menyebabkan meningkatnya perdagangan saham oleh investor asing juga akan diikuti oleh investor lokal. Interaksi investor asing dan investor lokal dalam perdagangan saham tersebut akan mendorong peningkatan likuiditas di pasar modal.

Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional asing dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

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

### **Size (Market Capitalization)**

Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuannya dalam menanggung risiko yang mungkin timbul dalam menjalankan operasi perusahaan. Selain itu, ukuran perusahaan juga menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari nilai kapitalisasi pasar, tingkat penjualan, jumlah tenaga kerja dan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Chan dan Nai (1991), perusahaan ukuran kecil lebih berisiko karena perusahaan-perusahaan yang kecil mempunyai efisiensi produksi yang rendah, *leverage* yang tinggi dan tingkat profitabilitas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan ukuran besar, sehingga tingkat volatilitas *return* yang terjadi juga lebih tinggi apabila dibandingkan dengan perusahaan ukuran besar. Heflin dan Shaw (2000) serta Rubin (2007) menggunakan nilai pasar saham (*market value*) sebagai proksi ukuran perusahaan. Begitu juga dalam penelitian Rhe dan Wang (2008) yang menggunakan istilah *market capitalization* untuk proksi ukuran perusahaan dengan cara pengukuran yang sama dengan *market value*. *Market value* suatu perusahaan merupakan hasil perkalian antara harga pasar perlembar dengan jumlah saham yang beredar.

Besarnya *market value* menunjukkan besarnya nilai pasar ekuitas pemegang saham. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula nilai pasar saham perusahaan tersebut. Kondisi ini menyebabkan banyak investor menginginkan saham perusahaan tersebut. Semakin banyak permintaan terhadap sebuah saham perusahaan, semakin mudah order jual (beli) dilakukan. Hal ini bisa menurunkan komponen *holding cost* dalam

*bid-ask spread*. Dengan demikian, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham, yang artinya semakin besar ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar) semakin besar pula likuiditas saham perusahaan tersebut.

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

Hasil penelitian Rhe dan Wang (2009), Rubin (2007), dan Frieder dan Martel (2006), juga menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti likuiditas saham dari perusahaan tersebut akan semakin tinggi. Hal ini terjadi karena saham perusahaan yang besar akan lebih sering dan lebih mudah untuk diperdagangkan daripada saham dari perusahaan yang ukurannya kecil.

Market capitalization secara matematis dituliskan dengan:

$$\text{Market Cap} = \ln(\text{share market price} \times \sum \text{outstanding share})$$

### Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian teori yang telah dikemukakan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub> : *Domestic institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham.

H<sub>1a</sub> : *Domestic institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap *depth* saham.

H<sub>2a</sub> : *Domestic institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *relative spread* saham.

H<sub>2</sub> : *Foreign institutional ownership* berpengaruh positif terhadap likuiditas saham.

H<sub>2a</sub> : *Foreign institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *depth* saham.

H<sub>2b</sub> : *Foreign institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap *relative spread* saham.

### METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia serta perdagangan saham harian yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory*, direktori IDX, dan *website*: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id) & [www.finance.yahoo.co.id](http://www.finance.yahoo.co.id).

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang memenuhi syarat yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun

2009-2010. Dengan menggunakan *purposive sampling*, didapatkan jumlah sampel sebanyak 79 perusahaan yang terdapat dalam indeks IHSG selama periode 2009-2010.

Berdasarkan model dan hipotesis analisa, maka peneliti menggunakan analisis regresi linier berganda yaitu analisis yang digunakan untuk menjelaskan dan mengevaluasi hubungan antara satu variabel tergantung dengan satu atau lebih variabel bebas. Dengan likuiditas sebagai variabel tergantungnya dan variabel bebasnya adalah *foreign institutional ownership*, *domestic institutional ownership*, dan ukuran perusahaan.

### HASIL PENELITIAN

Hasil Regresi Model I (proksi *depth*)  
Pada Saham Perusahaan Manufaktur 2019-2020

	Koefisien B		T	Sig./2	Kesimpulan
	Unstandardized	Standardized			
(Constant)	-0,396		-0,276	0,3915	Tidak Signifikan
DINS	-1,561	-0,240	-3,139	0,0010	Signifikan
FINS	-1,071	-0,173	-2,254	0,0130	Signifikan
MCAP	0,708	0,813	14,913	0,0000	Signifikan
Uji F		63,100		0,0000 <sup>a</sup>	
R <sup>2</sup>	0,632				

Sumber: data diolah

Hasil Regresi Model II (proksi *relative spread*)  
Pada Saham Perusahaan Manufaktur 2019-2020

	Koefisien B		T	Sig./2	Kesimpulan
	Unstandardized	Standardized			
(Constant)	0,536		6,861	0,0000	Signifikan
DINS	0,033	0,138	1,314	0,0955	Tidak Signifikan
FINS	0,063	0,275	2,591	0,0055	Signifikan
MCAP	-0,018	-0,568	-7,549	0,0000	Signifikan
Uji F		15,710		0,0000 <sup>a</sup>	
R <sup>2</sup>	0,299				

Sumber: data diolah

### Pengaruh *Domestic Institutional Ownership* terhadap Likuiditas Saham

Hasil penelitian pada variabel *Domestic Institutional Ownership* terhadap likuiditas adalah

negatif signifikan terhadap *depth* dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *relative spread*. Hasil penelitian dengan proksi *depth* menunjukkan bahwa *Domestic Institutional Ownership* menurunkan likuiditas saham

Pengaruh negatif signifikan *Domestic Institutional Ownership* terhadap variabel *depth* dalam penelitian ini bukan dikarenakan adanya asimetri informasi seperti halnya penelitian Sarin dan Shastri (2000) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi tidak berhubungan dengan asimetri informasi. Namun, pengaruh negatif signifikan ini lebih dikarenakan dalam penelitian ini periode yang digunakan adalah periode setelah *panic selling* akibat krisis di Amerika. Pada saat periode setelah *panic selling* kebanyakan investor domestik banyak melakukan transaksi pembelian saham bukan untuk dijual dalam jangka pendek tetapi untuk berinvestasi dalam jangka panjang agar mendapatkan keuntungan yang abnormal. Kondisi ini menyebabkan rendahnya aktivitas perdagangan atau frekuensi saham tersebut sehingga berdampak pada menurunnya likuiditas saham jika diukur dengan variabel *depth* yang dalam pengukurannya mengalikan harga beli terbaik dan harga jual terbaik dengan jumlah saham yang tersedia pada harga terbaik.

Pengaruh *domestic institutional ownership* tidak signifikan terhadap variabel *relative spread* dikarenakan membaiknya kondisi bursa efek di Indonesia pada periode penelitian. Cepat pulihnya bursa efek di Indonesia setelah *panic selling* pada tahun 2018, disebabkan karena meningkatnya kepercayaan para investor akan kondisi fundamental di Indonesia. Sehingga para investor berbondong-bondong melakukan transaksi di bursa saham tanpa mempedulikan tingginya *adverse selection cost* atau biaya asimetri informasi sebagai komponen *spread* saham itu sendiri.

### **Pengaruh Foreign Institutional Ownership terhadap Likuiditas Saham**

Dalam penelitian ini variabel *foreign institutional ownership* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap variabel *depth* dan berpengaruh positif signifikan terhadap variabel *relative spread*. Hasil regresi dari kedua model ini menunjukkan bahwa *foreign institutional ownership* dapat menurunkan likuiditas saham di Indonesia. Semakin tinggi *foreign institutional ownership* maka likuiditas akan semakin kecil. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Rhee dan Wang (2009) yang menyatakan bahwa

kepemilikan saham oleh asing akan menurunkan likuiditas saham karena meningkatnya asimetri informasi.

Pengaruh negatif *foreign institutional ownership* terhadap *depth* dikarenakan institusi asing dianggap memiliki pengalaman yang lebih baik, *education background* yang lebih tinggi, pelatihan yang lebih baik, serta memiliki informasi tentang perusahaan yang lebih baik dibandingkan investor domestik. Disamping hal-hal tersebut, kepemilikan yang tinggi oleh institusi asing menyebabkan anggota dewan direksi perusahaan diperuntukkan bagi institusi asing. Kondisi inilah yang menyebabkan adanya asimetri informasi antara investor domestik dan *foreign*. Saluran informasi informal lebih banyak mengalir kepada institusi asing yang memiliki kepemilikan lebih besar tersebut dan melemahkan bahkan memperketat aliran informasi tersebut ke investor domestik. Untuk mengambil keuntungan penuh dari kepemilikan informasi yang superior, institusi asing sebagai *informed trader* memiliki insentif untuk menurunkan harga secara perlahan dengan perdagangan mereka. *Informed trader* menggunakan perdagangan dalam skala menengah daripada skala besar untuk mencegah informasi menjadi terlalu cepat terkandung dalam harga saham. Turunnya jumlah transaksi saham di bursa menyebabkan likuiditas yang diukur dengan *depth* akan mengalami penurunan, sehingga *foreign institutional ownership* dapat menurunkan likuiditas saham yang diukur dengan *depth*.

*Relative spread* dapat dinilai sebagai harga yang diisyaratkan oleh dealer untuk menyediakan eksekusi order dengan segera. Pengaruh positif variabel *foreign institutional ownership* terhadap *relative spread* menunjukkan semakin tinggi *foreign institutional ownership*, dealer akan mengenakan biaya yang tinggi dalam transaksi perdagangan. Hal tersebut dilakukan karena menganggap *foreign institutional ownership* sebagai *informed trader*. *Relative spread* yang semakin tinggi menunjukkan terjadinya penurunan likuiditas, sehingga *foreign institutional ownership* dapat menurunkan likuiditas saham yang diukur dengan *relative spread*.

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan (size) terhadap Likuiditas Saham**

Variabel *size* pada penelitian ini menunjukkan hasil bahwa terdapat pengaruh yang positif signifikan terhadap variabel *depth* dan terdapat pengaruh negatif signifikan terhadap variabel

*relative spread*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *size* akan meningkatkan likuiditas saham. Penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Frieder dan Martel (2006), serta Rubin (2007) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif terhadap likuiditas saham. Semakin besar ukuran perusahaan maka likuiditas perusahaan semakin besar pula.

Besarnya *market value* menunjukkan besarnya nilai pasar dari ekuitas pemegang saham. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan tersebut untuk tumbuh dan menjadi pusat perhatian investor. Kondisi ini menyebabkan banyak investor menginginkan saham perusahaan tersebut karena dianggap mampu mencapai tujuan perusahaan, sehingga dapat memberikan kesejahteraan bagi pemegang sahamnya. Semakin banyak permintaan terhadap sebuah saham maka akan meningkatkan jumlah lembar saham yang tersedia pada harga terbaik dalam transaksi perdagangan saham tersebut. Hal ini akan meningkatkan likuiditas saham yang diukur dengan *depth*. Jadi, semakin tinggi *size*, yang diprosikan dengan *market capitalization*, maka akan meningkatkan likuiditas saham yang diukur dengan *depth*.

Ukuran perusahaan (*size*) yang semakin besar juga akan mempermudah order jual (beli) yang terjadi di bursa. Hal ini bisa menurunkan komponen *holding cost* dalam *relative spread*. Rendahnya *relative spread* menunjukkan tingginya likuiditas saham. Dengan demikian, ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar) dapat meningkatkan likuiditas saham yang diukur dengan *relative spread*.

## PENUTUP

Dari hasil penelitian dapat disimpulkan pertamanya, *domestic institutional ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap likuiditas saham dengan proksi *depth*, dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap likuiditas saham dengan proksi *relative spread*. Kedua, *foreign institutional ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap likuiditas saham dengan proksi *depth*, dan berpengaruh positif signifikan terhadap likuiditas saham dengan proksi *relative spread*. Ketiga, Ukuran perusahaan (*size*) yang dalam penelitian ini menggunakan proksi *market capitalization*, menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap likuiditas saham dengan proksi *depth*, dan berpengaruh negatif signifikan terhadap likuiditas saham dengan proksi *relative spread*.

## REFERENSI

- [1] Agarwal, S. Faircloth, S., Liu, C. And Rhees, S. G. 2009. Why do Foreign Investors Underperform Domestic Investors in Trading Activities? Evidence from Indonesia. *Journals of Financial Markes* 12:32-53.
- [2] Amidu, M. And Abor j. 2006. Determinant of Dividen Payout ratio i Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7 (2): 136-145.
- [3] Amihud, Y. And Mandelson H. 1986. Asset pricing and The Bid Ask Price Spread. *Journals of Financial Economics* 17: 223-249.
- [4] Anderson, T.1996. Return Volatility and Trading Volume: An Information Flow Interpretation of Stochastic Volatility. *Journal of Finance* 51: 169-204.
- [5] Barclay, M and Warner J. 1993. Stealth Trading and Volatility: Which Trader's Trade Move Stock Price? *Journals of Financial Economics* 34: 281-305
- [6] Bekaert, G., Harvey, C. R. and Lundblad, C. 2002. Dating The Integration of World Equity Markets. *Journals of Financial Economics* 34, 281-305
- [7] ----- . 2007. Liquidity and Expected Return: Lesions From Emerging market. *Review of Financial Studies* 20, 1783-1831.
- [8] Bodie, Zvi, Alex Kane, dan Alan J. Marcus. 1999. *Investments*. Fourth Edition. Boston: McGrae-Hill Inc.
- [9] Bollen, Nicolas P.B., Tom Smith, and Robert E. Whaley. 2004. Modelling the Bid-Ask Spread: Measuring the Inventory-holding Premium. *Journal of Financial Economics* (72): 97-141
- [10] Bushee, B.J and Goodman, T.H. 2007 Which Institutional Investors Trade Based on Private Information about Earning and Return *Journal of Accounting Reasearch* 45: 289-321
- [11] Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. Eight Edition. Florida: Harcourt Inc.
- [12] Brockman, P., Yan, X., 2009. Block Ownership and Firm-Spesific Information . *Journal of Banking and Finance* 33, 208-316
- [13] Brown, Eric. 1999. *Long Run Performance Analysis of a New Sample of UK IPOs*. EconPapers.

- [14] Chakravarty S. 2001. Stealth Trading: Which Trader's Trade Move Stock Price? *Journals of Financial Economics* 61: 289-307
- [15] Chang, Xueshan, Chao Chen, Jing Chi, dan Martin Young. 2005. *IPO Underpricing in China: New Evidence from the Primary and Secondary Markets*. SSRN.
- [16] Chan, H., and F. C. Nai 1991. Structural and Return Characteristics of Small and large Firm.. *Journal of Finance* 46: 1467-1484
- [17] Crockett, Andrew. 2008. Market Liquidity and Financial Stability..*Financial Stability Review* 11: 13-17.
- [18] Dahlquist Magnus, and Goran Robertsson. 2001. Direct Foreign Ownership, Institutional Investor, and Firm's Characteristics. *Journals of Financial Economics* 59: 413-440.
- [19] Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- [20] Dennis, P. J. And Weston, J. 2001. Who's Informed? An Analysis of Stock ownership and Informed Trading. *Working paper*.
- [21] Douma, Sytse., Rejie George, and Rezaul Kabir 2002. Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and Performance: Evidence From a Large Emerging Market. Netherland: Tilburg University Publisher.
- [22] Dunerv, A and E. H. Kim. 2003 To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Working paper*.
- [23] Durukan, M.B. 2002. *The Relationship Between IPO Return and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange*. *Managerial Finance* 2:2, 18-38.
- [24] Forde C.C., and J. Rydge. 2006. Director Holdings, Shareholder Concentration and Liquidity. *Working paper*, <http://cereg.dauphine.fr/UserFiles/File/FMQ16.pdf> Agustus 2013
- [25] Frieder L., and R. Martell. 2006. On Capital structure and The Liquidity of a Firm's Stock, <http://finance.eller.arizona.edu/documents/seminars/2005-6/LFrieder.Capstructure-Liquidity04-06.pdf> Agustus 2013
- [26] Gabaix, X., Gopikrishnan, P., Plerou, V. and Stanley, H. E . 2006. Institutional Investor and Stock market Volatility.*Quarterly Journal Of Economics* 121: 461-504
- [27] Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- [28] Halim, A. 2005. *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- [29] Heflin F. And Shaw, K. W. 2000. Block Holder Ownership and Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (4): 621-633.
- [30] Hirschey, Mark. 2001. *Investment: Theory and Application*. New York: Horcourt College Publisher.
- [31] Huyghebaert, N. Dan C.V. Hulle. 2006. *Structuring the IPO: Empirical Evidence on the Primary and Secondary Portion*. *Journal of Corporate Finance* 12: 296-320.
- [32] Indarti, MG. Kentris, Andi Kartika, dan Yohanes. 2004. *Analisis Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) di Pasar Modal Indonesia*. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol 11, No. 1, Maret 2004, p. 80-94.
- [33] Jogiyanto. 2000. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga, Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada.
- [34] Jones, Charles P. 2002. *Investments*. Eight Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- [35] Ke, B. and Petroni, K. 2004. How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behaviour before a break in a string of consecutive earning increases. *Journal of Accounting Research* 42: 895-927.
- [36] Kyle, A. 1985. "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica* 53:1315-1336.
- [37] Lesmond, D.A. 2005. Liquidity of Emerging Market. *Journal of Financial Economics* 77, 411-452.
- [38] Lesmond, D.A., Ogden, J.P., Trzcinka C., 1999. A New Estimate of Transaction Costs. *Review of Financial Studies* 12, 1113-1141.
- [39] Levine, R and Zervos, S. 1998. Capital Control Liberalization and Stock Market Development. *World Development* 26: 1169-1183
- [40] Lowry, M., M.S. Officer, dan G.W. Schwert. 2008. *The Variability of IPO Initial Return*. Working Paper. Penn State University.
- [41] Madura, J. 2003. *International Financial Management*. Seventh Edition. United States: South-Western.

- [42] Martono dan Agus Harjito. 2007. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- [43] Mody, Ashoka. 2004. What Is Emerging Market. *IMF Working Paper*, (177): 1-24
- [44] O'Hara, Maureen. 1995. *Market Microstructure Theory*, Cambridge MA: Blackwell.
- [45] Ogden, J.P., F. C. Jen, P. F. O'Connor. 2002. *Advance Corporate Finance Policies and Strategies*. Percentice Hall: New Jersey.
- [46] Reilly, Frank K. And Edgar A. Norton. 2000. *Investment. Sixth Edition*. New York: The Dryden Press.
- [47] -----, 2003. *Investment*, Sixth Edition. Ohio: South-Western Thomson Corporation.
- [48] Rhee S.G and Wang, J. 2009. Foreign International Ownership and Stock Market Liquidity: Evidance From Indonesia. *Journals of Banking and Finance* 33: 1321-1324.
- [49] Rubin, amir. 2007. Ownership level, Ownership Concentration, and Liquidity. *Journals of Financial market* 10: 219-248.
- [50] Sarin, A., Shastri, K. A, and Shastri K. 2000. Ownership Structure and Stock Market Liquidity.. *Working Paper, University of Pittsburg. USA*
- [51] Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, Jeffery V Bailey. 1995. *Investment*. Fifth Edition. New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- [52] Siamat, D. 2001. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Edisi Ketiga. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- [53] Sias, R. 1996. Volatlity and The Institutional Investors. *Financial Analysist Journal* (March/April), 13-21.
- [54] Stoll, H.R and R. E. Whaley. 1983. Transaction Cost and The Small Firm Effect. *Journal of Financial Econimics* 12(1): 57-79.
- [55] Stulz, R. 1999. Globalization of Equity Markets and The Cost of Capital. In: NBER *working paper*, 7021.
- [56] Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: Yayasan SAD SATRIA BHAKTI.
- [57] Sutisno. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta: EKONISIA.
- [58] Vitheesonthi, Chaiporn. 2007. *The Short-Run Performance of Initial Public Offerings: An Empirical Study for Thailand*. SSRN.
- [59] Vitheesonthi, Chaiporn. 2007. *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: An Empirical Study for Thailand*. SSRN.
- [60] Xu, Y., Malkiel, B., 2003. Investing The Behavior Of Idiosyncratic Volatility. *Journal of Bussiness* 76: 613-644
- [61] Zheka, Vitaliy V. 2005. Corporate Governance, Ownership Structure and Corporate Efficiency: The Case of Ukraine. *Managerial and Decision Economics, John Wiley and Sons, Ltd.*, vol. 26(7) pages 451-460.
- [62] [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- [63] [www.bps.go.id](http://www.bps.go.id)
- [64] [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)
- [65] [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)