

BAB II

KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Teori Agensi

Teori keagenan adalah dasar untuk membahas struktur kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan agensi terjadi ketika satu orang atau lebih prinsipal mengadakan kontrak atau mengadakan hubungan kerja dengan individu atau organisasi lain (agen) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen.

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi yaitu:

1. Asumsi sifat manusia (*Human-assumptions*). Asumsi ini dikelompokkan menjadi tiga yaitu:
 - a. Manusia mengutamakan kepentingan diri sendiri (*self-interest*)
 - b. Manusia memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*)
 - c. Manusia cenderung memilih menghindari resiko. (*risk aversion*)
2. Asumsi tentang keorganisasian (*organizational assumptions*), asumsi keorganisasian dikelompokkan menjadi tiga, yaitu:
 - a. Konflik tujuan antar partisipan,
 - b. Asumsi efisiensi sebagai suatu kriteria efektivitas, dan
 - c. Asimetri informasi antara prinsipal dan agen.
3. Asumsi tentang informasi (*Information assumptions*), dimana informasi diasumsikan sebagai komoditas yang dapat dibeli.

Akerlof (1970) menjelaskan bahwa permasalahan asimetri informasi muncul ketika satu pihak dari transaksi memiliki informasi lebih banyak atau

lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Menurut Jensen dan Meckling (1976), adanya asimetri informasi menimbulkan dua permasalahan yaitu:

1. *Moral hazard*, yaitu permasalahan yang muncul jika agen tidak melaksanakan hal-hal yang telah disepakati bersama dalam kontrak kerja.
2. *Adverse selection*, yaitu suatu keadaan dimana prinsipal tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan yang diambil oleh agen benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas.

2.2 Model Penelitian Terdahulu

Chiang dan Venkatesh (1988) mempelajari mengenai *insider holdings* dan persepsi asimetri informasi di NYSE. *Insider holdings*, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, volume transaksi, dan variabilitas tingkat pengembalian merupakan variabel independen yang digunakan. Penelitian ini dilakukan pada periode 1 Januari 1973 hingga 31 Desember 1973, dimana terdapat 251 hari bursa dengan menggunakan 159 sampel perusahaan.

Heflin dan Shaw (2000) meneliti mengenai hubungan antara blok kepemilikan saham dengan likuiditas saham. Penelitian dilakukan pada periode 1988-1989 dengan menggunakan 314 sampel perusahaan di NYSE. Variabel independen yang digunakan adalah total blok kepemilikan, blok kepemilikan manajerial, dan blok kepemilikan non-manajerial. Variabel kontrol yang digunakan adalah harga saham, volatilitas, ukuran perusahaan, dan aktivitas transaksi.

Rubin (2007) meneliti mengenai hubungan antara tingkat kepemilikan, konsentrasi kepemilikan, dan likuiditas saham. Sampel perusahaan yang digunakan sebanyak 1.369 sampel perusahaan dan dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) pada periode 1999 hingga 2003. Variabel independen yang diteliti adalah kepemilikan institusional, kepemilikan orang dalam (*insider*), serta blok kepemilikan. Volatilitas, ukuran perusahaan, harga saham, dan rasio buku pada pasar digunakan sebagai variabel kontrol.

Attig, Fong, Gadhoom, dan Lang (2006) meneliti mengenai hubungan antara struktur kepemilikan dan likuiditas saham di Kanada pada periode 1994-1996. Sampel yang digunakan adalah sebanyak 1.031 perusahaan dan menggunakan variabel independen *ultimate ownership* dan *ultimate control*, serta menggunakan variabel kontrol volume transaksi, harga saham, volatilitas, dan ukuran perusahaan.

Ginglinger dan Hamon (2007) meneliti mengenai kepemilikan, kontrol, dan likuiditas saham. Penelitian ini dilakukan di Prancis dengan menggunakan 918 sampel perusahaan, periode July 1998 hingga July 2003. Penelitian tersebut menggunakan variabel independen konsentrasi kepemilikan, kepemilikan dan kontrol yang sempurna serta variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan serta volatilitas.

Rhee dan Wang (2009) menganalisis hubungan antara kepemilikan institusional asing dan likuiditas pasar saham di Indonesia yang dilakukan pada Januari 2002 hingga Agustus 2007. Variabel independen yang digunakan adalah kepemilikan oleh institusional asing, kepemilikan oleh institusional lokal, serta

kepemilikan institusi lokal non-finansial. Variabel kontrol yang digunakan adalah tingkat pengembalian saham, volatilitas, *turnover*, serta kapitalisasi pasar.

Penelitian dilakukan oleh Brockman, Chung, dan Yan (2009) mengenai blok kepemilikan, aktivitas transaksi, dan likuiditas saham. Penelitian dilakukan pada New York Stock Exchange (NYSE) dan American Stock Exchange (AMEX), tetapi tidak termasuk The NASDAQ Stock Exchange (NASDAQ) selama 6 tahun pada periode 1996 hingga 2001. Blok kepemilikan, jumlah blok kepemilikan, blok kepemilikan *insider*, blok kepemilikan *outsider*, blok kepemilikan karyawan sebagai variabel independen.

Jacoby dan Zheng (2010) meneliti mengenai penyebaran kepemilikan dan likuiditas saham dengan menggunakan 3.576 sampel perusahaan di Amerika, 1.071 sampel perusahaan berasal dari NYSE, 323 sampel perusahaan berasal dari AMEX, dan 2.182 sampel perusahaan berasal dari NASDAQ. Variabel independen yang digunakan adalah blok kepemilikan saham dan jumlah pemegang saham, sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, volatilitas pengembalian, ukuran transaksi, dan harga saham.

Choi, Sami, dan Zhou (2010) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan negara terhadap asimetri informasi di China. Penelitian dilakukan di Shenzhen Stock Exchange pada periode 1995-2003 dengan menggunakan sampel sebanyak 3.498 sampel perusahaan. Kepemilikan negara, blok kepemilikan saham, investor asing, serta *insider* sebagai variabel independen dan *turnover*, volatilitas, ukuran perusahaan, dan jumlah analis sebagai variabel kontrol.

Yosra dan Siroud (2011) meneliti efek dari struktur kepemilikan penuh pada likuiditas saham di negara Tunisia. Penelitian ini meneliti 40 sampel perusahaan pada Januari 2001 hingga Desember 2005. Penelitian ini menggunakan variabel independen kepemilikan langsung, kepemilikan pokok, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi finansial, dan kepemilikan negara. Variabel kontrol yang digunakan adalah nilai pasar, volatilitas, dan tahun.

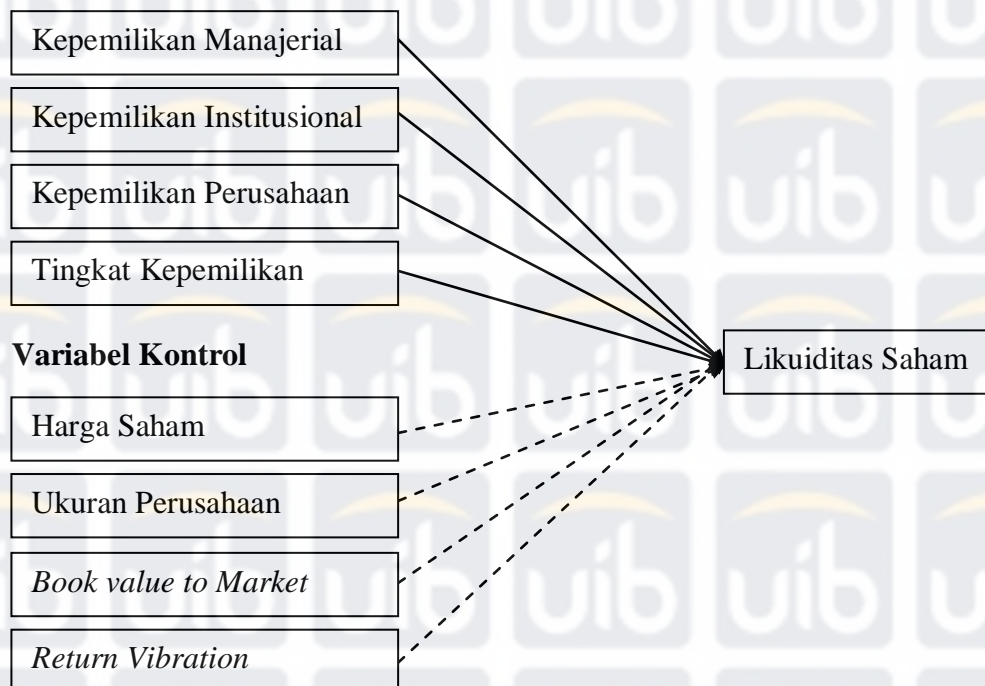
Yaghoobnezhad, Rahnamay, dan Zabihi (2011) meneliti mengenai hubungan antara kepemilikan institusional dan likuiditas saham. Periode penelitian adalah 2003-2008 dan diteliti menggunakan 360 tahun perusahaan di Bursa Efek Teheran. Persentase kepemilikan dari investor institusional dan konsentrasi kepemilikan digunakan sebagai variabel independen, sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran persahaan, harga saham, nilai pasar, dan volatilitas saham.

Zhou (2011) melakukan penelitian di Amerika Serikat pada NYSE periode Juli-September 2000. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara struktur kepemilikan, likuiditas saham, dan *trade informativeness*. Zhou (2011) menggunakan *insider*, kepemilikan institusi, dan jumlah analis sebagai variabel independen. Harga saham, volatilitas, volume transaksi, dan kapitalisasi pasar digunakan sebagai variabel kontrol.

Nekounam, Zanjirdar, dan Nasr (2012) meneliti mengenai hubungan struktur kepemilikan dengan likuiditas saham di Bursa Efek Teheran dengan menggunakan sampel sebanyak 74 perusahaan pada periode 2005-2009. Penelitian ini menggunakan variabel kepemilikan institusional, kepemilikan

komponen perusahaan, kepemilikan direksi, dan konsentrasi kepemilikan sebagai variabel independen dan likuiditas pasar saham sebagai variabel dependen.

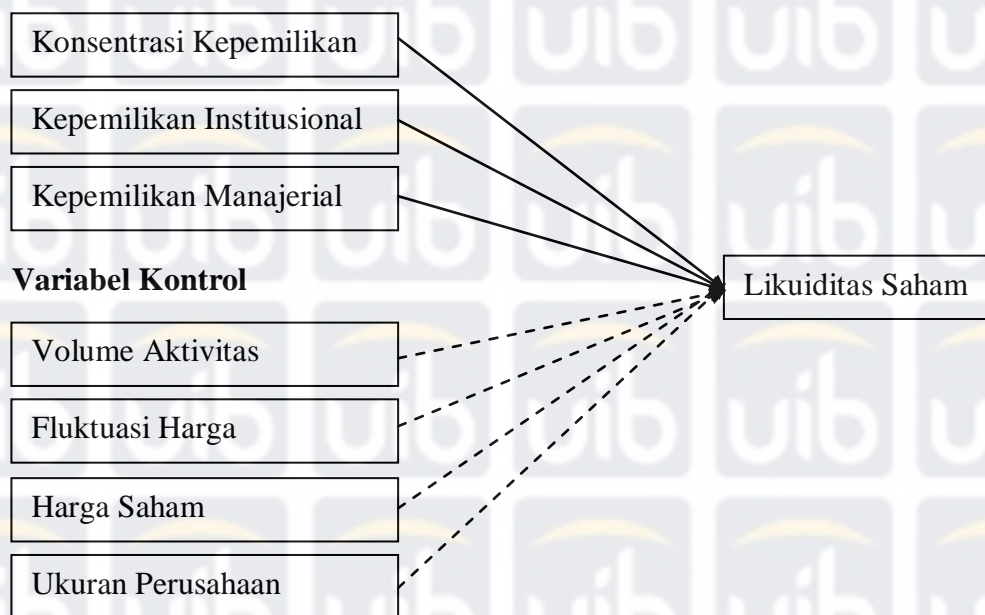
Roshandeli dan Talebbeydokhti (2013) melakukan penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan dan likuiditas saham pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Teheran menggunakan 74 sampel perusahaan selama periode 2005-2009. Penelitian ini menggunakan variabel independen kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan perusahaan, dan konsentrasi kepemilikan. Variabel kontrol yang digunakan adalah harga saham, ukuran perusahaan, *book value to market value ratio*, dan *return vibration*.



Gambar 2.1 Model Investigasi dan Penjelasan Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Likuiditas Saham pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Teheran, sumber: Roshandeli dan Talebbeydokhti (2013).

Salahinezhad dan Mansouri (2013) melakukan penelitian dengan konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial

sebagai variabel independen dan likuiditas saham sebagai variabel dependen. Variabel kontrol terdiri dari volume aktivitas, fluktuasi harga, harga saham, dan ukuran perusahaan. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Teheran dengan menggunakan 45 sampel perusahaan pada periode 2005-2010. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap likuiditas saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Teheran.



Gambar 2.2 Model Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Likuiditas Pasar

Saham pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek

Teheran, sumber: Salahinezhad dan Mansouri (2013).

Penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan dan manajemen laba terhadap likuiditas pasar saham pada konsentrasi kepemilikan yang tinggi dilakukan oleh Bar-Yosef dan Prencipe (2013). Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Italia dengan menggunakan 130 perusahaan bukan finansial dengan periode 6 tahun, yaitu pada periode 1999 hingga 2004. Penelitian tersebut menggunakan variabel independen, di antaranya yaitu *Abnormal Working Capital Accruals*

(AWCA), independensi dewan, dualitas CEO, konsentrasi kepemilikan dengan variabel kontrol *market return*, volatilitas, *leverage*, tingkat pengembalian aset (ROA), jumlah analis, dan jumlah saham.

2.3 Likuiditas Saham

Likuiditas adalah tingkat dimana suatu aset atau saham dapat dibeli dan dijual di pasar tanpa mempengaruhi harganya (*Investopedia*, 2014). Likuiditas saham memiliki peran yang penting dalam perusahaan karena merupakan salah satu subjek yang diperhitungkan oleh pelaku pasar. Amihud dan Mendelson (1986) mengungkapkan bahwa pelaku di pasar saham bersedia untuk membayar likuiditas dari saham dan menyarankan agar manajemen perusahaan mengurangi biaya modal dengan cara meningkatkan likuiditas saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena semakin likuid sebuah saham, maka biaya yang timbul untuk menjual dan membeli saham dalam jumlah banyak akan menjadi rendah.

Likuiditas saham menggunakan pengukuran yang multi-dimensional. Variabel-variabel yang digunakan untuk mengukur likuiditas saham, antara lain: nilai transaksi, jumlah transaksi, volume transaksi, tingkat *turnover* dari volume, dan *bid-ask spread* (Yaghoobnezhad *et al.*, 2011). Pada penelitian ini, pengukuran likuiditas saham menggunakan volume transaksi (TVO), nilai transaksi (TVA), dan *turnover* transaksi (TVR). Pengukuran dengan volume merupakan informasi yang digunakan oleh para investor sebagai salah satu sinyal bahwa terdapat pengungkapan informasi perusahaan yang terbaru. (Ajina & Lakhal, 2010).

Volume transaksi merupakan salah satu indikator untuk mengukur likuiditas yang menunjukkan kesediaan dari para investor untuk menjual ataupun membeli saham perusahaan (Bar-Yosef & Prencipe, 2013). Nilai transaksi adalah perkalian dari harga saham terhadap volume transaksi, penelitian sebelumnya menyatakan bahwa volume transaksi dolar dapat menjadi pengukuran yang unggul untuk likuiditas saham (Brennan & Subrahmanyam, 1995; Brennan, Chordia, & Subrahmanyam, 1998). *Turnover* merupakan variabel dari likuiditas yang menunjukkan tingkat dari perputaran saham.

2.4 Pengaruh Variabel Independen terhadap Likuiditas Saham

2.4.1 Kepemilikan Manajerial terhadap Likuiditas Saham

Menurut Short dan Keasey (1999), kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham yang dipegang oleh anggota dewan pengurus. Ketika satu pemegang saham memegang kontrol pada manajemen dengan memegang blok kepemilikan yang besar, maka investor tersebut memiliki kesempatan untuk mengeksploitasi investor lainnya (Porta, 2000). Manajemen tersebut akan dikendalikan untuk mengurangi atau menunda pengungkapan informasi perusahaan sehingga pemegang saham lainnya tidak dapat menghalangi dan juga menyebabkan investor lain mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tidak memadai. Pengungkapan informasi yang buruk akan menyebabkan asimetri informasi dan mengurangi likuiditas saham (Yosra & Sioud, 2011).

Pihak manajer (agen) memiliki peran penting bagi perusahaan karena merupakan pihak yang dipercaya investor (*principal*) untuk menjalankan perusahaan. Berdasarkan teori agensi, terdapat masalah pengawasan yang timbul

atas pemberian kontrol perusahaan kepada pihak agen oleh *principal*. Manajer merupakan pihak yang memiliki akses untuk mengetahui informasi rahasia dari perusahaan sehingga menyebabkan tingginya asimetri informasi (Ajina & Lakhal, 2010).

Chiang dan Venkatesh (1988), Zhou (2011), Nekounam *et al.* (2012), dan Roshandeli dan Talebbeydokhti (2013) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara tingkat kepemilikan manajer dan likuiditas saham. Zhou (2011) berpendapat bahwa *insiders* memiliki akses yang baik terhadap laporan keuangan perusahaan. Meningkatnya asimetri informasi dari suatu perusahaan menyebabkan saham perusahaan dengan *insiders* yang tinggi memiliki likuiditas saham yang rendah daripada perusahaan yang memiliki tingkat *insiders* yang rendah.

Chiang dan Venkatesh (1988) menyimpulkan bahwa masalah *adverse-selection* yang dihasilkan dari asimetri informasi mempengaruhi investor biasa dalam dua cara. Pertama, tingkat asimetri informasi yang tinggi mengarah ke penyebaran yang lebih besar, yang pada akhirnya menyebabkan investor menuntut pengembalian yang lebih tinggi dari titik keseimbangan. Kedua, masalah *adverse-selection* juga sering menempatkan investor biasa pada posisi yang salah dari perdagangan ketika terdapat asimetri informasi yang lebih besar.

Berbeda dengan pendapat di atas, Rubin (2007), Ajina dan Lakhal (2010), serta Salahinezhad dan Mansouri (2013) menemukan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara kepemilikan manajer, kepemilikan keluarga, dan likuiditas saham. Hasil dari penelitian Ajina dan Lakhal (2010) disebabkan karena pihak manajer tidak dapat bertransaksi saham menggunakan informasi pribadi

sebab telah diatur dalam hukum pidana di Prancis. Rubin (2007) berpendapat bahwa hubungan yang tidak signifikan di NYSE juga disebabkan oleh hukum yang diterapkan oleh SEC bahwa semua *insiders* adalah subjek yang pada hakekatnya mengurangi transaksi berdasarkan informasi oleh para *insider*.

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Likuiditas Saham

Bushee (1998) menjelaskan bahwa investor institusional adalah investor utama seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, pengelola dana pensiun, dan lainnya. Kepemilikan oleh institusi adalah mekanisme dari struktur kepemilikan yang mana dapat melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan (Salahinezhad & Mansouri, 2013). Menurut Yaghoobnezhad *et al.* (2011), keuntungan informasi yang dimiliki oleh investor institusional menyebabkan dua hasil yang berbeda terhadap likuiditas saham, yaitu berkurangnya likuiditas saham karena meningkatnya asimetri informasi dan meningkatnya likuiditas saham karena meningkatnya pembentukan harga saham sebagai hasil dari kompetisi antara investor institusi.

Jennings, Schnatterly, dan Seguin (2002), Rubin (2007), Brockman *et al.* (2009), Ajina dan Lakhali (2010), Yaghoobnezhad *et al.* (2011), Zhou (2011), serta Salahinezhad dan Mansouri (2013) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki korelasi yang positif terhadap likuiditas saham. Menurut Zhou (2011) hasil ini menunjukkan bahwa investor institusional lebih memilih *spread* dan *depth* yang rendah. Menurut Rubin (2007), investor institusional cenderung untuk melakukan perputaran (*turnover*) portofolio yang mereka miliki dibandingkan *insiders* dan investor lainnya.

Menurut Roshandeli *et al.* (2013) terdapat hubungan terbalik (negatif) yang signifikan antara kepemilikan institusional dan likuiditas saham. Hal ini dipercaya karena meningkatnya struktur kepemilikan mengarah kepada asimetri informasi. Selain itu, persentase kepemilikan saham yang besar dari institusi akan mengurangi jumlah saham yang diperdagangkan sehingga mengurangi likuiditas saham.

2.4.3 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Likuiditas Saham

Konsentrasi kepemilikan merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham setidaknya 5% dari jumlah saham yang beredar (Heflin & Shaw, 2000; Brockman *et al.*, 2009). Konsentrasi kepemilikan merupakan salah satu investor yang memiliki akses informasi yang lebih dan mengarah ke asimetri informasi (Ajina & Lakhal, 2010). Konflik kepentingan antara pemegang saham besar dan kecil ditambah dengan perlindungan hukum hak minoritas yang rendah akan memperburuk asimetri informasi (Jensen & Meckling, 1976).

Agensi teori tipe II berpotensi membuat perbedaan hubungan yang signifikan antara kinerja perusahaan dan likuiditas pasar saham dibandingkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham yang memiliki persentase kepemilikan yang tinggi, dapat dengan mudah mengakses informasi perusahaan yang penting dan dapat menggunakannya untuk meningkatkan keuntungan bertransaksi saham, yang secara tidak langsung akan mempengaruhi likuiditas saham perusahaan tersebut (Lev, 1988).

Holmström dan Tirole (1993), Heflin dan Shaw (2000), Attig *et al.* (2006), Rubin (2007), Brockman *et al.* (2009), Jacoby dan Zheng (2010),

Ginglinger dan Hamon (2011), Yaghoobnezhad *et al.* (2011), Yosra dan Siroud (2011), Nekounam *et al.* (2012), serta Bar-Yosef dan Prencipe (2013) menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara konsentrasi kepemilikan dan likuiditas pasar saham. Konsentrasi kepemilikan akan mengurangi kualitas dan produksi dari informasi suatu perusahaan, yang kemudian berakibat meningkatnya asimetri informasi dan menyusutkan tingkat likuiditas saham perusahaan. Rubin (2007) berpendapat bahwa apabila kepemilikan yang terkonsentrasi pada beberapa blok kepemilikan yang besar, *market makers* merasa berada pada posisi pemegang informasi yang lebih rendah, sehingga mengurangi likuiditas saham.

Heflin dan Shaw (2000) juga berpendapat bahwa akses pada informasi yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas akan menimbulkan resiko *adverse selection*, hal ini menyebabkan kelompok yang bertransaksi saham akan meningkatkan *bid-ask spread* untuk mengurangi resiko dari *adverse selection* yang berpengaruh pada menurunnya likuiditas saham. Attig *et al.* (2006) berpendapat bahwa hasil yang negatif disebabkan oleh adanya agenda tersendiri dari pemegang saham yang paling besar. Untuk meningkatkan kemungkinan tercapainya tujuan tersebut, perusahaan akan mengurangi pengungkapan informasi yang mengakibatkan pada rendahnya likuiditas saham.

Brockman *et al.* (2009) meneliti mengenai blok kepemilikan, aktivitas transaksi, dan likuiditas saham. Hasilnya adalah blok kepemilikan mengurangi potensi aktivitas transaksi dan mempengaruhi likuiditas saham. Setelah mengontrol aktivitas transaksi, ditemukan bahwa blok kepemilikan mempengaruhi secara negatif terhadap likuiditas saham.

Nekounam *et al.* (2012) meneliti mengenai hubungan struktur kepemilikan dengan likuiditas saham di Bursa Efek Teheran. Struktur kepemilikan 74 perusahaan di Teheran diteliti menggunakan dua aspek yaitu tipe kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan. Ditemukan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan yang negatif terhadap likuiditas saham.

Bar-Yosef dan Prencipe (2013) dalam penelitiannya mengenai pengaruh tata kelola perusahaan dan manajemen laba terhadap likuiditas pasar saham pada konsentrasi kepemilikan yang tinggi, menemukan bahwa kepemilikan bukan kelembagaan yang tinggi akan menekan volume transaksi dan menurunkan likuiditas saham. Dalam penelitian tersebut, ketika konsentrasi kepemilikan sangat signifikan dan pemilik tersebut dapat mempengaruhi keputusan perusahaan dan kebijakan menunjuk CEO dan/atau anggota dewan, efektivitas mekanisme tata kelola perusahaan menjadi kurang jelas. Pembuat pasar (*market makers*) menjadi lebih waspada terhadap dampak dari hubungan antara pemilik dan manajemen dan efek yang mungkin terhadap pelaporan kebijakan, dan mungkin meninggalkan indikator kualitas mekanisme tata kelola perusahaan.

2.5 Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Likuiditas Saham

2.5.1 Pengaruh Harga Saham terhadap Likuiditas Saham

Harga saham merupakan faktor yang berkaitan erat dengan volume saham, sehingga terdapat peribahasa kuno di Wall Street yang menyatakan bahwa dibutuhkan volume untuk membuat harga saham bergerak (Karpoff, 1987). Studi awal hubungan volume harga menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara

nilai absolut dari perubahan harga harian dan volume harian untuk kedua indeks pasar dan saham individual. (Ying, 1966; Westerfield, 1977; Karpoff, 1987).

Ying (1966) meneliti hubungan antara harga saham dan volume dengan pandangan bahwa mereka adalah produk bersama mekanisme pasar tunggal. Berikut ini adalah kesimpulan dari penemuannya:

1. Volume yang kecil biasanya disertai dengan penurunan harga .
2. Volume yang besar biasanya disertai dengan kenaikan harga .
3. Sebuah peningkatan besar dalam volume biasanya disertai dengan kenaikan besar dalam harga atau penurunan besar dalam harga.
4. Jika volume telah menurun berturut-turut untuk jangka waktu lima hari perdagangan, maka akan ada kecenderungan untuk harga jatuh selama empat perdagangan berikutnya.
5. Jika volume telah meningkat berturut-turut untuk jangka waktu lima perdagangan hari , maka akan ada kecenderungan untuk harga naik selama empat perdagangan berikutnya.

Rubin (2007) serta Yaghoobnezhad *et al.* (2011) menemukan hubungan negatif antara harga saham dan likuiditas saham. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham yang tinggi mengurangi likuiditas saham. Hasil yang positif dan tidak signifikan ditemukan oleh Abimata (2014) antara likuiditas saham dan harga saham. Abimata (2014) berpendapat bahwa harga saham di perusahaan yang memiliki likuiditas saham yang tinggi dipengaruhi oleh faktor sentimen.

2.5.2 Ukuran Perusahaan terhadap Likuiditas Saham

Ukuran perusahaan merupakan salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar atau kecilnya perusahaan, ukuran perusahaan mencerminkan seberapa besar total aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan dianggap sebagai *proxy* dari asimetri informasi dan biaya agen (Ajina & Lakhal, 2010). Sesuai dengan hal itu, Demsetz (1986) menemukan bahwa perusahaan - perusahaan kecil menyebabkan tingginya tingkat asimetri informasi dan secara tidak langsung mengurangi likuiditas saham. Chiang dan Venkatesh (1988), Rhee dan Wang (2009), Yaghoobnezhad *et al.* (2011), dan Syamala *et al.* (2014) melakukan penelitian dengan menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol dan menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan signifikan positif terhadap likuiditas saham.

Chiang dan Venkatesh (1988) menemukan bahwa ukuran perusahaan hanya mempengaruhi variabel *holding-cost* (volume transaksi dan variabilitas harga) dan bukan pada asimetri informasi, selain itu ditemukan bahwa perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar yang lemah memiliki likuiditas saham yang rendah di NYSE. Syamala *et al.* (2014) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif kepada *illiquidity*, yang menandakan bahwa perusahaan yang besar lebih likuid daripada perusahaan yang kecil di National Stock Exchange of India (NSE) pada periode 2001 hingga 2012.

2.5.3 Pengaruh *Book to Market Value Ratio* terhadap Likuiditas Saham

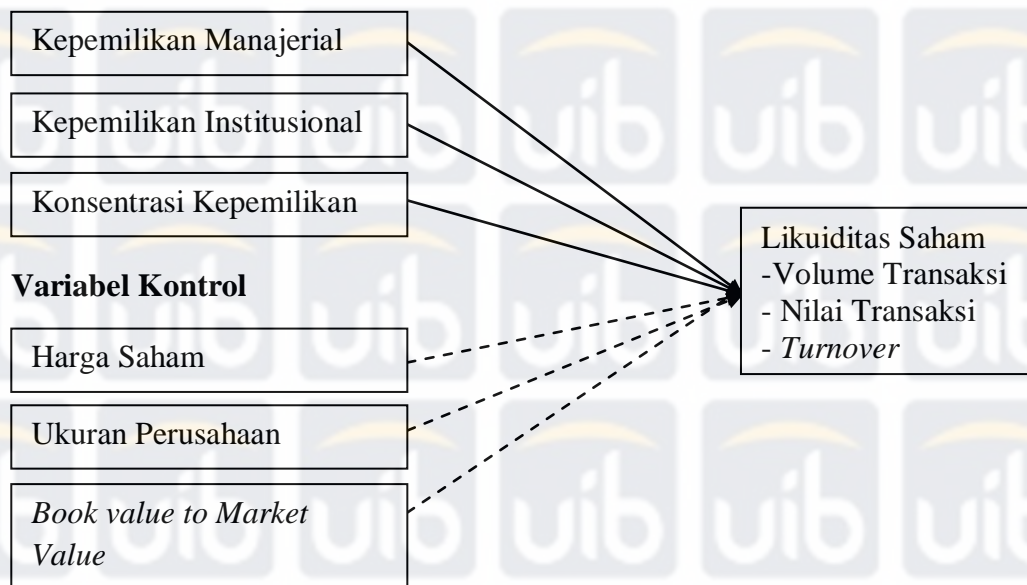
Rasio nilai buku dan nilai pasar merupakan salah satu pengukur dari nilai perusahaan. *Book to Market Ratio* adalah rasio antara nilai buku perusahaan dan nilai pasar dari perusahaan. Apabila nilai rasio berada di atas 1, maka saham tersebut dinilai *undervalued*, jika nilainya di bawah 1 saham dinilai terlalu tinggi (Investopedia, 2014).

Tang dan Wang (2011) meneliti mengenai tata kelola perusahaan dan likuiditas saham dari perusahaan di SHSE dan SZSE. Penelitian ini dilakukan pada periode 1999-2004 dengan jumlah sampel yang bervariasi yaitu, 918 perusahaan pada tahun 1999 hingga 1.343 perusahaan pada tahun 2004. Pada penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan yang memiliki rasio nilai buku dan nilai pasar yang tinggi memiliki likuiditas saham yang lebih rendah.

Menurut Fang, Noe, dan Tice (2009) likuiditas saham dan kinerja perusahaan yang diukur dengan *book to market value* memiliki hubungan sebab-akibat yang positif. Penelitian ini dilakukan di NYSE, AMEX, dan NASDAQ pada tahun 1993, 1995, 1998, 2000, 2002, dan 2004 dengan jumlah sampel sebanyak 8.290 perusahaan yang diperdagangkan minimal 6 bulan di bursa efek yang sama pada tahun pembukuan. Hasil positif ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki kinerja yang positif akan menarik investor institusional, yang mana akan meningkatkan likuiditas saham karena meningkatnya jumlah permintaan pada saham.

2.6 Model Penelitian

Penelitian ini mengadopsi dari model penelitian yang dilakukan oleh Roshandeli dan Talebbeydokhti (2013). Variabel independen yang digunakan adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan konsentrasi kepemilikan serta variabel kontrol yang digunakan adalah harga saham, ukuran perusahaan, dan *book value to market value*. Model penelitian yang akan dilakukan dapat dilihat pada Gambar 2.3.



Gambar 2.3 Model Penelitian Pengaruh Struktur Kepemilikan pada Likuiditas Saham Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sumber: Roshandeli dan Talebbeydokhti, 2013.

2.7 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian dan kerangka model di atas, maka hipotesis untuk penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham.

H₂: Kepemilikan Institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham.

H₃: Konsentrasi Kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas saham.