

PENGARUH *IDIOSYNCRATIC RISK* DAN LIKUIDITAS SAHAM TERHADAP *RETURN SAHAM*

Werner R. Murhadi

Fakultas Bisnis & Ekonomika, Universitas Surabaya

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh idiosyncratic risk dan likuiditas saham terhadap return saham. Penelitian menggunakan data 50 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011. Variabel independen dalam penelitian ini adalah idiosyncratic risk dan likuiditas saham, serta variable control berupa ukuran perusahaan. Dengan menggunakan panel data dan pooled least square diperoleh hasil: idiosyncratic risk memiliki pengaruh negative signifikan terhadap stock return, likuiditas saham berpengaruh positif signifikan, dan ukuran perusahaan berpengaruh negative signifikan. Hal ini memberikan implikasi bahwa perusahaan dengan idiosyncratic risk yang kecil akan lebih disukai investor yang tidak mampu melakukan diversifikasi, sehingga permintaan dari individual dan insitusi secara bersamaan akan mendorong harga saham dan memberikan return yang lebih tinggi.

Keywords: idiosyncratic risk, likuiditas saham dan stock return

Abstract

This study aimed to examine the effect of idiosyncratic risk and liquidity of shares on stock return. The study used data of 50 companies listed on the Indonesia Stock Exchange 2009-2011 period. The independent variable in this study is the idiosyncratic risk and the liquidity of the shares, as well as control variables such as firm size. Using panel data and pooled least square obtained results: idiosyncratic risk has a significant negative effect on stock returns, liquidity of the shares have significant positive and significant negative effect of firm size. This implies that firms with small idiosyncratic risk that small investors will be preferred, so the demand from individuals and institutions simultaneously will push stock prices and provide a higher return.

Keywords: idiosyncratic risk, stock liquidity and stock return

A. Latar Belakang

Teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe (1964), dan Lintner (1965) telah lama membentuk pola pikir dari para akademisi dan praktisi mengenai hubungan tingkat *return* dan risiko. Dalam CAPM maka *return* dari suatu aset hanya ditentukan oleh risiko sistematisnya. Secara teoritis, CAPM sangat berguna dalam menjelaskan dan memprediksi hubungan risiko dan tingkat hasil yang diharapkan. Namun fakta empiris, menunjukkan bahwa model tidak mampu menjelaskan fenomena yang ada. Roll (1977) menyatakan bahwa CAPM tidak bisa dipegang dalam berbagai macam kondisi atau dengan kata lain CAPM sering kali tidak tepat untuk digunakan memprediksi nilai suatu aset. Roll menjelaskan bahwa secara teoritis CAPM baik, namun test secara empiris memberikan hasil bahwa indeks harga saham secara

tunggal merupakan proksi yang buruk dalam CAPM. Kritikan Roll dapat dirangkum menjadi dua point yaitu: CAPM dapat digunakan bila proksi pasar yang digunakan adalah *market value of equity*, bila tidak maka hubungan antara beta dan *expected return* tidak terjadi. Kedua, *market portfolio* tidak dapat diidentifikasi, sehingga Roll menyimpulkan bahwa CAPM menjadi tidak bermanfaat secara praktis. Kritikan lain terhadap CAPM, dilakukan oleh Banz (1981) yang menemukan pengaruh kuat dari ukuran perusahaan yang diukur melalui *market value of equity* terhadap rata-rata return *cross section* dari suatu aset. Selain itu, Bhandari (1988) menemukan hubungan positif dari utang terhadap return suatu aset. Hal ini sangat logis dimana utang yang tinggi akan menimbulkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan, sehingga investor akan menuntut return yang tinggi pula. Factor utang ini dalam CAPM dianggap sebagai bagian dari Beta. Bhandari (1988) juga menyatakan bahwa utang dan ukuran perusahaan mampu menjelaskan rata-rata return *cross section* dari perusahaan. Untuk mengatasi kelemahan dari CAPM, maka Ross (1976) mengembangkan *arbitrage pricing theory* (APT) dengan asumsi yang lebih kendor daripada asumsi CAPM. Dimana dalam APT maka return dari suatu aset dipengaruhi oleh banyak macam faktor. Selanjutnya, Chen, Roll dan Ross (1986) berdasarkan pada APT menggunakan faktor makro ekonomi menemukan bahwa return dari suatu aset dipengaruhi oleh inflasi, *gross national product* yang diproksi melalui *industrial production index*, keyakinan investor sehubungan dengan premi risiko obligasi, dan perubahan dalam *yield curve*. Namun APT sendiri yang menyatakan bahwa *return* dari banyak perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor akan menimbulkan variasi yang beragam. Untuk itu Fama dan French (1992) dengan menggunakan variabel yang mudah diukur yaitu ukuran dan *book to market value of equity* mampu menjelaskan variasi dalam rata-rata *return cross section* bersama dengan beta pasar.

Model yang telah dijelaskan di atas adalah relevan apabila individu atau investor mampu membentuk portfolio sehingga risiko yang relevan dipertimbangkan adalah risiko sistematis dalam hal ini risiko pasar. Atau dengan kata lain return suatu aset dipengaruhi oleh risiko sistematis dan beberapa variable lain seperti ukuran perusahaan dan *book to market value of equity* sebagaimana yang ditunjukkan dalam model Fama-French. Bilamana investor tidak mampu membentuk portofolio maka risiko yang dianggap relevan adalah total risiko (baik risiko sistematis dan risiko perusahaan). Levy (1978) menjelaskan bahwa secara teoritis *idiosyncratic risk* (atau risiko unik yang hanya ada pada perusahaan) mempengaruhi ekuilibrium dari harga aset/nilai saham bilamana investor tidak mampu melakukan diversifikasi dalam bentuk portfolio. Merton (1987) mengindikasikan bahwa bila investor tidak mampu melakukan diversifikasi portfolio, maka risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor adalah risiko total perusahaan. Sehingga Bali dan Cakiki (2006) menyebut bahwa perusahaan dengan total varians yang besar (*idiosyncratic risk* yang tinggi) akan menuntut *return* yang tinggi pula untuk menutupi risiko akibat tidak terdiversifikasi sempurna portfolio.

Selain *idiosyncratic risk*, maka return dari suatu aset juga dipengaruhi dari likuiditas saham yang dipegang (Malkiel dan Xu, 2004). Aset yang tidak likuid akan sulit untuk diperdagangkan ketika perusahaan membutuhkan dana. Hal ini berdampak pada saham perusahaan yang tidak likuid cenderung akan menurunkan harga aset sehingga return-nya akan berkurang. Jones (2002) menemukan bahwa aset dengan likuiditas yang tinggi akan memberikan *expected return* yang tinggi pula. Berdasarkan latar belakang

yang dikemukakan di atas, maka penelitian ini akan memfokuskan pengaruh *idiosyncratic risk* dan likuiditas saham terhadap *return* saham perusahaan.

B. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Idiosyncratic Risk

Teori CAPM disusun dengan berdasar pada model portfolio yang dikembangkan oleh Markowitz (1959). Fama dan French (2004) menjelaskan bahwa dalam model Markowitz, investor akan memilih portfolio pada saat $t-1$ yang akan menghasilkan *stochastic return* pada saat t . Model ini mengasumsikan bahwa investor pada dasarnya tidak menyukai risiko, sehingga ketika melakukan investasi dalam portfolio, yang menjadi fokus utama investor adalah pada rata-rata dan varians dari return investasi selama satu periode. Hal ini berdampak pada investor yang cenderung untuk memilih portfolio yang efisien yang dikenal sebagai *mean variance model*. Dalam model CAPM, ketika perusahaan berhasil melakukan diversifikasi sempurna, maka risiko yang relevan dipertimbangkan adalah hanya risiko sistematis yakni risiko pasar. Kelemahan utama dari CAPM ini adalah faktor bisnis yang begitu luas, ternyata hanya satu yang relevan mencerminkan return perusahaan yakni risiko pasar, sehingga muncullah APT. APT menggunakan asumsi bahwa return dari suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor termasuk kondisi makro ekonomi. APT yang menyatakan bahwa *return* dari banyak perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor akan menimbulkan variasi yang beragam. Hal ini membuat APT dianggap terlalu luas, sehingga Fama dan French (1992) mengintroduksi 3 faktor atau variabel yang mudah diukur yaitu risiko pasar (beta pasar), ukuran dan *book to market value of equity* yang mampu menjelaskan variasi dalam rata-rata *return* suatu saham. Penggunaan model Tiga Faktor dari Fama French dalam suatu regresi akan diperoleh residual terms, dimana residual terms inilah yang akan digunakan untuk mengukur *idiosyncratic risk* dalam penelitian ini.

Ada beberapa alasan yang menyebabkan investor individual tidak mampu membentuk portfolio (Malkiel dan Xu, 2004) yaitu pertama, biaya transaksi yang tinggi mengakibatkan investor individu tidak dapat memegang beberapa saham secara bersama dalam portofolionya. Kedua, adanya keterbatasan dana menyebabkan investor tidak mampu memegang saham tertentu untuk memanfaatkan karakteristik unik dari masing-masing saham. Terakhir, meskipun banyak institusi seperti dana pension dan perusahaan reksadana, namun sering perusahaan tersebut tidak melakukan diversifikasi portfolio pasar dengan efisien. Malkiel dan Xu (2004) dengan menggunakan perspektif *behavioral finance* juga menjelaskan mengapa investor institusi sensitif terhadap *idiosyncratic risk* meskipun sebenarnya volatilitas ini dapat dikurangi melalui portfolio. Malkiel dan Xu (2004) dengan menggunakan teori prospek dari Kahneman dan Tversky (1979) menjelaskan bahwa ada faktor mayor yang mempengaruhi keputusan investor yaitu *loss aversion*. Manajemen baik perusahaan dana pension dan reksadana sulit untuk menjelaskan bahwa *idiosyncratic risk* (seperti *accounting fraud* dan over kapasitas dalam industry yang tidak diharapkan, dll) adalah alasan yang valid atas kesalahan investasi yang dilakukannya. Adalah tidak beres bila saham yang sensitif terhadap *idiosyncratic risk* menjadi alasan untuk menuntut return yang lebih tinggi.

Namun secara umum, bila investor tidak mampu melakukan diversifikasi sempurna, maka risiko sistematis yang dipegang oleh investor tersebut menjadi kurang relevan. Keterbatasan investor untuk melakukan diversifikasi sempurna, membawa

konsekuensi bahwa *idiosyncratic risk* lah yang lebih relevan dalam mempertimbangkan return dari suatu saham. Dalam penelitian ini *idiosyncratic risk* akan diukur dengan menggunakan *idiosyncratic volatility*, dimana menurut Tinic dan West (1986) dan Malkiel and Xu (1997, 2002), semakin tinggi volatilitas *idiosyncratic*, maka semakin tinggi return saham suatu perusahaan. Dengan berdasarkan pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis bahwa:

H1: *Idiosyncratic Risk* berpengaruh positif terhadap return saham suatu perusahaan.

Likuiditas Saham

Likuiditas dan risiko merupakan salah satu factor utama yang dipertimbangkan investor ketika melakukan investasi. Meskipun banyak penelitian yang menyatakan bahwa untuk saham yang tidak likuid maka investor akan mendapatkan kompensasi berupa return yang lebih tinggi, namun tidak ada suatu kesepakatan tentang bagaimana mendefinisikan dan mengukur likuiditas (Kluger dan Stephan, 1997). Secara umum, investor mempersepsikan suatu saham dikatakan likuid bila dapat dijual dengan segera dan dapat menerima hasilnya sesuai dengan harga pasar. Dari definisi ini dapat ditarik suatu proposisi bahwa *bid-ask spread* dapat digunakan untuk mengukur likuiditas, dimana selisih yang kecil mengindikasikan saham yang likuid. Penelitian Kluger dan Stephan (1997) mengukur likuiditas saham dengan empat alat yaitu *relative odds ratio* yang didasarkan pada volume yang dibutuhkan untuk menggerakkan harga saham, *firm size* yang diukur melalui *market value of equity*, *bid-ask spread* yang didasarkan pada biaya untuk melakukan transaksi secara segera, dan *liquidity ratio* yang diukur dari rasio volume perdagangan terhadap perubahan absolute dari harga selama interval waktu tertentu. Hasilnya menunjukkan bahwa korelasi diantara keempat alat tersebut adalah tinggi, yang mengindikasikan bahwa ke-empatnya dapat digunakan sebagai proksi dari likuiditas.

Sementara itu, Shen & Starr (2002) dalam Wyss (2004) menyatakan Likuiditas di pasar keuangan didefinisikan sebagai “*the ability to absorb smoothly the flow of buying and selling orders*”. Namun dari definisi ini Wyss (2004) berpendapat bahwa hal ini tidak mampu menjelaskan fenomena likuiditas yang terdiri dari beberapa dimensional. Likuiditas pada awalnya banyak diukur melalui *spread* harga beli dan jual, namun hal ini dirasakan tidak mencukupi. Likuiditas menurut Wyss (2004) terdiri dari 4 dimensi yaitu: (1) *Trading Time*: kemampuan mengeksekusi transaksi dengan segera pada harga wajar di pasar yang dalam berbagai penelitian dilakukan melalui jumlah perdagangan persatuan waktu atau lamanya waktu tunggu untuk melakukan transaksi. (2) *Tightness*: kemampuan untuk membeli atau menjual suatu aset pada harga yang sama di waktu yang sama. Hal ini lazimnya diukur melalui *spread*. (3) *Depth*: kemampuan untuk membeli atau menjual aset tertentu tanpa terpengaruh atas kuotasi harga. Kedalaman pasar dapat diukur, selain dari kedalaman itu sendiri, dengan rasio pesanan, volume perdagangan atau *flow ratio*. (4) *Resiliency*: Kemampuan untuk membeli atau menjual aset tertentu dengan sedikit pengaruh dari harga kuotasi. Bila kedalam pasar hanya mempertimbangkan volume pada saat *bid* atau *ask*, maka *resiliency* juga mempertimbangkan elastisitas penawaran dan permintaan. Hal ini biasanya diukur melalui *intraday returns*, *the variance ratio* atau *the liquidity ratio*. Likuiditas sendiri tidak teramati dan selanjutnya akan diproksikan melalui berbagai macam pengukur. Baker (1996) dalam Wyss (2004) menyatakan bahwa pengukuran likuiditas yang bermacam-macam akan menimbulkan konflik atas temuan bila digunakan untuk mengukur likuiditas pasar.

Jones (2002) dan Amihud (2002) memprediksi bahwa return saham suatu perusahaan berkorelasi positif dengan likuiditas. Dapat juga dikatakan bahwa likuiditas suatu saham bervariasi secara sistemik terhadap likuiditas pasar dan berpengaruh positif terhadap return saham suatu perusahaan. Penelitian lain dilakukan Bekaert *et al.* (2006) menunjukkan hasil bahwa likuiditas berkorelasi positif dengan return, dan negative terhadap dividend yield. Bekaert *et al.* (2006) juga menemukan untuk pasar Negara berkembang yang sedang dalam proses liberalisasi maka akan mempengaruhi secara dinamis hubungan likuiditas dan return saham.

Likuiditas sendiri memainkan peranan penting terhadap harga suatu aset (Malkiel dan Xu, 2004). Meskipun berbagai peneliti memiliki definisi dan cara pengukuran yang berbeda, namun secara umum dapat disepakati bahwa likuiditas yang tinggi diartikan sebagai ukuran kemampuan investor menjual suatu aset tanpa mengalami kehilangan bermakna dari nilai wajarnya. Secara logis, aset yang tidak likuid akan sulit dijual sehingga akan berdampak pada penurunan harga aset tersebut. Dari pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H2: Likuiditas saham berpengaruh positif terhadap return suatu saham

C. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder, dengan sampel yang digunakan adalah data 50 perusahaan yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia yang terdiri dari sector pertambangan (7), pertanian (5), industry dasar dan kimia (7), aneka industry (4), barang konsumsi (4), property (5), keuangan (8), infrastruktur, utilitas & transportasi (5) serta perdagangan, jasa & investasi (5). Sampel diambil berdasarkan pertimbangan bahwa sampel adalah secara proporsional merupakan representasi dari masing-masing sektor yang paling aktif dan sering digunakan sebagai pembentuk portfolio. Penelitian ini menggunakan data harian selama periode 1 Januari 2009 – 31 Desember 2011. Variable dependent dalam penelitian ini adalah tingkat hasil saham, dan variable independennya adalah *Idiosyncratic Risk* dan likuiditas saham. Tingkat hasil saham dihitung dengan menggunakan:

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (1)$$

Untuk menghitung *Idiosyncratic Risk* maka dalam penelitian ini menggunakan model CAPM sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana $R_{i,t}$ adalah tingkat hasil saham individual, $R_{m,t}$ adalah tingkat hasil pasar, $R_{f,t}$ adalah tingkat hasil bebas risiko, dan $\varepsilon_{i,t}$ adalah *Idiosyncratic Risk*. Kemudian *Idiosyncratic Risk volatility* (IVOL) akan diukur dengan menggunakan (Bali dan Cakiki, 2006):

$$IVOL_{i,t} = \sqrt{\text{var}(\varepsilon_{i,t})} \dots\dots\dots (3)$$

Dimana volatilitas dari *Idiosyncratic Risk* diperoleh dari standar deviasi residual dari *Idiosyncratic Risk*.

Sedangkan likuiditas saham dapat diukur dengan berbagai macam cara, namun salah satu yang paling sering digunakan adalah pendekatan tingkat bid-ask spread (Kluger dan Stephan, 1997; Han dan Lesmond, 2009). Namun penelitian ini memodifikasi tingkat *bid-ask spread* tersebut dengan mendasarkan pada penelitian Corwin dan Schultz (2012)

dimana *spread* tersebut diukur dengan menggunakan rata-rata setahun dari rasio harga tertinggi dibagi dengan harga terendah dalam satu hari perdagangan.

Penelitian ini juga memasukkan variable kontrol yaitu ukuran perusahaan (*Size*) mengikuti penelitian Han dan Lesmond (2009) dan Spiegel dan Wang (2005) yang diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total asset masing-masing perusahaan pada periode tersebut.

Model analisis dalam penelitian adalah:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1.IVOL_{i,t} + \beta_2.Spread_{i,t} + \beta_3.Size_{i,t}$$

Penelitian menggunakan data panel dengan teknik Pooled Least Squared (PLS) yang akan dibandingkan terhadap Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM). Model terbaik dengan menggunakan uji F dan Uji Hausmann yang akan dilakukan interpretasi pada penelitian ini.

D. Hasil dan Pembahasan

Pembahasan hasil penelitian dimulai dengan melihat pada hasil statistik deskriptif sebagaimana yang tampak pada tabel 1.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
Ri	-.012	.020	.00159	.003275
Ivol	.014	.147	.03286	.023045
Spread	.034	1.100	1.03190	.082990
Size	27.790	33.944	30.40602	1.426506

Dari tabel 1 terlihat bahwa rata-rata return saham dari sampel selama periode tiga tahun terakhir adalah sangat kecil yaitu kurang dari 1 persen. Sedangkan volatilitas saham cukup volatile mulai dari 1 hingga hamper 15 persen, dengan rata-rata volatilitas sebesar 3 persen. Volatilitas saham selama tiga tahun terakhir memang cukup tinggi sehubungan dengan adanya krisis di Eropa dan USA yang belum tuntas hingga kini. Volatilitas saham yang tinggi ini merupakan proksi dari idiosyncratic risk yang ada pada masing-masing perusahaan. Sedangkan untuk likuiditas saham yang menggunakan proksi spread terlihat cukup tinggi dengan rata-rata diatas 1.

Selanjutnya, hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada statistik inferensial pada tabel 2. Pada tabel 2, ditampilkan tiga model dengan menggunakan pendekatan panel data yaitu PLS, FEM dan REM.

Tabel 2
Hasil Statistik Inferensial

Variabel	PLS		FEM		REM	
	beta	t	beta	t	beta	t
Ivol	-0.025	-2.173*	-0.044	-2.773*	-0.027	-2.276*
Spread	0.007	2.652*	0.006	1.435	0.006	1.808**
Size	-0.000	1.858**	-0.003	-3.838*	-0.000	1.767**
R Squared	0.057		0.354		0.063775	

Adjusted R Squared	0.044	0.006	0.044134
N	150	150	150

Ket: * Signifikan pada $\alpha = 5\%$; ** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Untuk melihat model mana yang paling tepat maka, dilakukan komparasi terlebih dahulu pada model PLS dan FEM dengan menggunakan uji F, dimana bila signifikan maka model yang akan diinterpretasikan adalah model FEM dengan sebelumnya dilakukan terlebih dahulu uji Hausmann untuk membandingkannya terhadap REM. Sedangkan bila hasil uji F tidak signifikan maka model yang akan digunakan adalah PLS.

Pada tabel 3 hasil pengujian uji F menunjukkan hasil yang tidak signifikan, dimana hal ini berarti model yang akan digunakan dalam pembahasan ini adalah model PLS.

Tabel 3

Uji F

Effect Test	Statistic	df	Prob.
Cross Section F	0.887049	(48,95)	0.6722
Cross Section Chi-Square	54.436534	48	0.2429

Dengan berdasarkan pada model PLS, maka seperti yang ditampilkan pada tabel 2 dapat dilihat bahwa idiosyncratic risk dan volatilitas saham signifikan pada $\alpha = 5\%$, sedangkan variable control ukuran perusahaan signifikan pada $\alpha = 10\%$. Hal ini berarti dalam tiga tahun terakhir dapat disimpulkan bahwa return saham dipengaruhi signifikan baik oleh idiosyncratic risk dan likuiditas saham. Pengaruh idiosyncratic risk lebih besar daripada pengaruh likuiditas, sebagaimana konsisten dengan penelitian dari Spiegel dan Wang (2005)

Namun dari hasil pada tabel 2, terlihat hasil yang menarik dimana idiosyncratic risk ternyata memiliki pengaruh negatif signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi risiko individu perusahaan maka return sahamnya semakin rendah, dan sebaliknya semakin rendah risiko individu maka return saham menjadi semakin tinggi. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Fama-Macbeth (1973), Barberis dan Huang (2007) maupun Wan (2008). Sedangkan penelitian Baker dan Wurgler (2005) menemukan bahwa hubungan idiosyncratic risk dapat berpengaruh positif ataupun negatif. Sedangkan hasil negatif ditemukan oleh Wan (2008) yang terjadi pada “*penny-like stock*” di pasar modal USA yang memiliki ciri-ciri volatilitasnya tinggi, kapitalisasi pasar yang kecil, harga saham yang rendah, bersifat *underperform*. Hasil negatif dalam penelitian ini juga konsisten dengan penelitian dari Ang *et al.* (2005). Penjelasan logis dari hasil negative signifikan ini adalah bahwa perusahaan dengan risiko individual yang tinggi (*idiosyncratic risk*) akan menyebabkan investor yang tidak mampu membentuk portfolio akan menghindari perusahaan ini. Dengan berkuatnya peminat pada saham perusahaan dengan risiko individual yang tinggi akan menyebabkan pergerakan harga saham menjadi lebih sempit sehingga return saham menjadi lebih kecil. Sebaliknya pada perusahaan dengan risiko individual yang rendah akan mendorong investor yang tidak mampu membentuk portfolio untuk segera membeli saham perusahaan ini. Permintaan yang tinggi akan membuat harga saham meningkat sehingga memberikan efek pada return saham yang lebih tinggi.

Penelitian ini juga menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap return saham. Pada penelitian ini likuiditas diproksikan dengan spread. Pada tabel 2 terlihat bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan. Namun pengaruh dari likuiditas tersebut lebih kecil daripada pengaruh risiko individual. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Bekaert, Harvey dan Lundblad (2006) dan Martinez, et al (2005). Saham suatu perusahaan yang likuid akan mendorong investor untuk melakukan transaksi untuk mengambil keuntungan. Berbeda dengan “saham tidur” yang akan dijauhi investor, mengingat bila investor membutuhkan dana akan kesulitan untuk mengkonversinya menjadi kas. Untuk perusahaan dengan harga saham yang tinggi akan terdorong untuk melakukan *stock split*. Hal ini mengingat perusahaan dengan harga saham yang terlalu tinggi akan membuat investor terbatas dan mungkin hanya investor institusi saja yang dapat melakukan pembelian saham tersebut. Untuk itu perusahaan dengan harga saham yang tinggi akan terdorong untuk melakukan stock split agar sahamnya menjadi likuid. Dengan likuiditas pasar yang tinggi akan meningkatkan return saham perusahaan tersebut pula.

Penelitian ini juga memasukkan variable ukuran perusahaan, dimana untuk ukuran perusahaan, dari hasil pada tabel 2 dapat dilihat ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap return saham suatu perusahaan. Hal ini bermakna semakin besar ukuran perusahaan maka return sahamnya akan semakin kecil. Penjelasan yang dapat dilakukan untuk menjelaskan fenomena ini adalah bahwa perusahaan dengan ukuran besar harga sahamnya relatif tinggi dan stabil daripada perusahaan kecil atau *second line*. Dimana pada perusahaan kecil, fluktuasi dari harga saham relative besar, sehingga return yang diperoleh perusahaan juga cukup besar.

Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan secara keseluruhan terdapat pengaruh ketiga variable yaitu *idiosyncratic risk*, likuiditas saham dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Dimana *idiosyncratic risk* berpengaruh negatif, likuiditas saham berpengaruh positif dan ukuran perusahaan berpengaruh negative. Hal ini memberikan implikasi bahwa investor yang tidak mampu membentuk portofolio, akan lebih memfokuskan pada perusahaan dengan risiko individual yang rendah. Permintaan yang besar terhadap saham dengan return individual yang rendah akan mendorong peningkatan harga saham dan akan berakibat pada return saham yang besar pula. Sedangkan perusahaan dengan likuiditas tinggi akan lebih disukai konsumen, sehingga akan mendorong harga sahamnya naik dan berdampak pada return yang tinggi pula.

Daftar Pustaka

- Amihud, Y., 2002, Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time Series Effects, *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56
- Ang, Andrew, Robert Hodrick, Yuhang Xing, dan Xiaoyan Zhang, 2005, The cross section of volatility and expected return, *journal of finance*, 61: 1, 259-299
- Baker, H. K., 1996, Trading location and liquidity: An analysis of U.S. dealer and agency markets for common stocks, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 5(4), 1-51.
- Baker, Malcolm, dan J. Wugler, 2005, Government bond and Cross Section of Stock Returns, *Working Papers*, Harvard Business School

- Bali, Turan G., dan N. Cakiki, 2006, Idiosyncratic Volatility and the Cross-Section of Expected Returns, *working papers*, City University of New York.
- Banz, Rolf W., 1981, The relationship between return and market value of common stock, *Journal of Financial Economics*, March, 3-18.
- Barberis, N., and M. Huang, 2001, Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, *Journal of Finance*, 56:4, 1247-1292
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, dan Christian Lundblad, 2006, Liquidity and Expected Return: Lesson from Emerging Market, *Working papers*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bhandari, Laxmi Chand, 1988, Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence, *Journal of Finance*, 43:2, 507-28.
- Chen N.F., R. Roll dan S.A. Ross, 1986, Economic Forces and the Stock Market, *Journal of Business*, Vol. 59, No. 3, pp. 383-403.
- Corwin, Shane A, dan Paul Schultz, 2012, A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily High and Low Prices, *Journal of Finance*, Vol. 67(2), 719-759.
- Fama, Eugene F., dan Kenneth R. French, 1992, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47:2, 427-65.
- Fama, E. F., dan K. French., 1992, Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Fama, Eugene F., dan Kenneth R. French, 1993, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33:1, pp. 3-56.
- Fama, Eugene F., dan James D. Macbeth, 1973, Risk, Return and Equilibrium: Empirical Test, *Journal of Political Economics*, 81, 607-636
- Fama, Eugene F., dan Kenneth R. French, 2004, The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, *Journal of Economic Perspectives*, 18(3): 25-46.
- Jones, C., 2002, A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs, *Working paper*, Columbia University
- Kluger, B. D. dan Stephan, J., 1997, Alternative liquidity measures and stock returns, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 8(1), 19-36.
- Levy, H., 1978, Equilibrium in an Imperfect Market: A Constraint on the Number of Securities in the Portfolio, *American Economic Review*, 68, 643-658.
- Lintner, John, 1965, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37
- Malkiel, Burton G., dan Yexiao Xu, 2004, Idiosyncratic Risk and Security Returns, *Working Papers*, The Annual Meetings of the American Finance Association.
- Markowitz, H., 1959, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Wiley, New York.
- Martinez, M., B. Nieto, G. Rubio and M. Tapia, 2005, Asset Pricing and Systematic Liquidity Risk: An Empirical Investigation of the Spanish Stock Market, *International Review of Economics and Finance*, 14, 81-103.
- Merton, R. C., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information." *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Roll, Richard; Ross, Stephen, 1980, An empirical investigation of the arbitrage pricing theory, *Journal of Finance* 35 (5), 1073-1103.

- Roll, R., 1977, A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests; Part 1: On Past and Potential Testability of the Theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, pp. 129-176.
- Ross, Stephen (1976). "The arbitrage theory of capital asset pricing". *Journal of Economic Theory*, **13** (3), 341–360.
- Sharpe, William F., 1964, Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Shen, P. dan Starr, R. M., 2002, Market-makers' supply and pricing of financial market liquidity, *Economics Letters* 1.
- Spiegel, Mathew, dan Xiaotong Wang, 2005, Cross Sectional variation in Stock Returns: Liquidity and Idiosyncratic Risk, *Working Papers*, Yale University
- Tinic, S. M., dan R. R., 1986, West. "Risk, Return and Equilibrium: A Revisit." *Journal of Political Economy*, 94, 126-147.
- Wan, Chi, 2008, Idiosyncratic Volatility, Expected Windfall and The Cross Section of Stock Returns, *Working papers*, Boston College.
- Wyss, Rico Von, 2004, Measuring and Predicting Liquidity in the stock market, Dissertation, der Universität St. Gallen, Swiss