

**ANALISIS BEBERAPA FAKTOR YANG MEMPENGARUHI  
HOLDING PERIOD SAHAM BIASA PADA PERUSAHAAN GO  
PUBLIC YANG TERCATAT DALAM INDEX LQ45**

*Factors Influencing the holding period of common stock on the public firm listed in  
LQ 45 Index*

**Vinus Maulina**

**Mahasiswa Program Magister Manajemen, PPSUB**

**Sumiati**

**Dosen Jurusan Manajemen FE UB**

**Iwan Triyuwono**

**Dosen Jurusan Akuntansi FE UB**

**ABSTRACT**

There are many factors influencing the decision making of investors in holding their possession on security especially common stock. Monetary crisis condition has proved to be able to influence the investors' attitude in Jakarta Stock Market in investing their capital especially about the long/short of holding a security. This study is conducted based on the differentiation of conclusion/result of study from previous studies about decision to hold security in the long/short term.

The aim of this study is to analyze variables influencing holding period of common stock on public firm listed in LQ 45 Index, that are firms generally have good performance assessed based on both market performance and firm fundamental, then analyzing the dominance influencing variable.

This study is conducted in Jakarta Stock Exchange with population of stocks listed in LQ 45 index in period of 2000 – 2001 with the total of 64 firms. The Sample Taking Method is purposive sampling with the criteria that the firms at least listed twice in LQ45 index on the study period. The analysis method used to analyze independent variables: spread, market value, variance return, and dividend pay out ratio and dependent variable: holding period is two stage least squares multiple regression model, since there is possibility that the correlation of bid-ask spread from the current period and bid-ask spread and holding period from the previous period for every stock take place simultaneously.

Results of the study showed that, partially, bid-ask spread variable that constitutes the different value between the highest price provided paid by buyer with the lowest price offered by seller has significance positive correlation on holding period of common stock and there is inverse correlation/significance negative between variance return variable that reflect the risk rate from stock effected by fluctuation of stock price and holding period of common stock. While, simultaneously, there is no significance correlation between dependent variable and independent variable that means bid-ask spread, market value, variance return and dividend pay out ratio can't describe variation from holding period variable.

Keywords: holding period, common stock.

## PENDAHULUAN

Akhir-akhir ini peranan pasar modal di Indonesia semakin dirasakan peran pentingnya dalam memobilisasi dana untuk menunjang pembangunan nasional. Kerjasama antara Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan Jawa Post, sosialisasi Bursa Efek Surabaya di Mal-mal ataupun perubahan-perubahan yang dilakukan merupakan usaha menggali potensi yang belum tergarap maksimal.

Akses dana dari pasar modal telah mengundang banyak perusahaan untuk menyerap dana dari masyarakat guna meningkatkan produktivitas kerja melalui ekspansi usaha dan/atau mengadakan pembenahan struktur modal untuk meningkatkan daya saing perusahaan.

Pasar modal di Indonesia, walaupun instrumen-instrumennya yang memungkinkan memobilisasi dana masih relatif terbatas jika dibanding di negara-negara maju sehingga pasar modal mampu menjadi penggerak ekonomi, tetapi dalam usianya yang relatif muda telah menjadi wahana penting di luar perbankan apalagi setelah sektor perbankan tidak lagi menjalankan fungsi intermediasi dengan normal.

Serangkaian paket kebijakan ekonomi yang dikenal dengan paket Desember 1987 (Pakdes 1987), paket Oktober 1988 (Pakto 1988), serta paket Desember 1988 (Pakdes 1988) telah memberikan dampak pada pertumbuhan pasar modal di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ) bisa dilihat dari pertumbuhan jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta beserta nilai kapitalisasinya. Jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta beserta kapitalisasi pasar meningkat yaitu dari 123 emiten dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp. 14,2 triliun pada tahun 1990 menjadi 253 emiten dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp. 215,0 triliun pada tahun 1996 dan sedikit menurun menjadi 203,3 triliun

pada tahun 1998 (PT. Bursa Efek Jakarta : 1998).

Perkembangan pasar modal yang semakin baik memiliki peran penting dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi karena pasar modal mempunyai 2 fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Husnan, 1995). Dalam melaksanakan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana (pemodal) ke pihak yang memerlukan dana. Sementara dalam melaksanakan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh pihak-pihak yang memerlukan dana, dan pihak yang mempunyai kelebihan dana menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Dalam proses pelaksanaannya (pemindahan dana), pasar modal Indonesia menggunakan order driven market system dan continuous auction system. Order driven market system berarti bahwa penjual dan pembeli sekuritas yang ingin melakukan transaksi harus melalui seorang broker. Investor tidak dapat secara langsung melakukan transaksi di lantai bursa dan hanya seorang broker yang dapat melakukan transaksi jual-beli di lantai bursa berdasarkan perintah atau instruksi dari investor.

Pada sistem otomatisasi yang telah diterapkan di Bursa Efek Jakarta yaitu dengan Jakarta Automated Trading System (JATS), seorang broker memasukkan order dari investor ke work station di lantai bursa untuk kemudian diproses oleh komputer. JATS yang akan mempertemukan harga transaksi yang cocok dengan mempertimbangkan urutan dan waktu dari order tersebut. Di sisi lain seorang broker akan mendapatkan imbalan berupa fee atas jasa-jasa yang telah diberikan kepada investor sebesar kesepakatan yang telah ditetapkan sebelumnya dengan pemodal.

Sedangkan continuous auction system atau yang biasa disebut dengan sistem lelang kontinyu adalah bahwa harga transaksi yang terjadi atas suatu saham tertentu ditentukan oleh tingkat penawaran (supply) dan tingkat permintaan (demand) dari para investor. Bagi calon investor mengajukan instruksi beli kepada broker untuk melakukan pembelian atas saham tertentu dengan harga, jumlah, jenis order dan jenis saham yang ditentukan oleh investor. Demikian juga untuk order beli, cara yang sama akan diterapkan oleh investor.

Pada mekanisme sistem transaksi ini dapat terjadi apa yang dinamakan dengan bid price, yaitu harga tertinggi yang diminta oleh pembeli untuk membeli dan ask price, yaitu harga terendah yang ditawarkan penjual untuk menjual. Besarnya selisih antara bid price dan ask price yang selanjutnya disebut dengan bid-ask spread tersebut dipengaruhi oleh berbagai pertimbangan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor dalam rangka mendapatkan gain atau net return yang optimal dan mengurangi tingkat resiko serendah-rendahnya. Bagi seorang investor pemegang saham biasa, besarnya spread atau selisih antara bid price dan ask price akan sangat mempengaruhi lamanya seorang investor dalam menahan atau memegang aset yang dimilikinya.

Perbedaan harga saham jual (ask price) dan harga beli (bid price) mempengaruhi tingkat likuiditas saham tersebut. Semakin kecil perbedaan (spread) harga saham, maka semakin likuid saham tersebut, sehingga akan diminati oleh pasar, dan pada akhirnya dapat meningkatkan harga saham pada periode selanjutnya.

Teori tentang bid ask spread mengemukakan bahwa pelaku pasar mempersiapkan spread untuk menutup tiga tipe biaya: biaya pemrosesan pesanan (order processing cost), biaya pengendalian persediaan (inventory control cost), dan

biaya yang timbul akibat menghindari kerugian (adverse selection cost). Biaya pemrosesan pesanan meliputi biaya-biaya dalam mempertahankan keberadaan dealer secara terus menerus di pasar dan biaya administrasi dari perubahan nama. Biaya pengendalian persediaan terdiri dari biaya opportunity dan resiko harga jual-beli, pencatatan transaksi-transaksi, dan aktivitas-aktivitas pembukuan lainnya. Biaya untuk menghindari kerugian memberikan kompensasi kepada dealer untuk resiko perdagangan dengan individu-individu yang memiliki informasi lebih baik tentang harga keseimbangan sekuritas. Dengan kata lain biaya ini muncul karena informasi didistribusikan secara asimetri kepada para pelaku pasar.

Studi yang dilakukan oleh Atkins dan Dyl (1997) yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi saham biasa oleh investor khususnya terhadap lamanya kepemilikan suatu saham. Penelitian ini berlandaskan teori yang disimpulkan oleh Amihud dan Mendelson (1986) bahwa aset dengan transaction cost yang lebih tinggi akan ditahan/dimiliki lebih lama oleh investor dan sebaliknya aset dengan transaction cost lebih rendah akan ditahan/dimiliki oleh investor dalam waktu yang relatif pendek. Hasil studi Atkins dan Dyl (1997) yang dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) dan Nasdaq periode 1975 hingga 1991 dengan jumlah sampel 32.000 perusahaan menemukan bahwa lamanya investor (holding period) memegang saham biasa dipengaruhi oleh bid-ask spread, market value dan variance return. Selain itu pula hubungan antara kedua variabel tersebut lebih kuat di Nasdaq yang spreadnya lebih besar dibandingkan di NYSE yang spreadnya lebih kecil.

Sedangkan penelitian yang dilakukan Lenny dan Indriantoro (1999) menyimpulkan bahwa lamanya kepemilikan suatu saham biasa di Bursa Efek Jakarta periode 1995 sampai 1996 dipengaruhi faktor-

faktor bid-ask spread, market value dan variance return serta menemukan bahwa market value merupakan faktor yang paling berpengaruh terhadap lamanya kepemilikan suatu saham, yang berarti semakin besar nilai perusahaan, investor-investor di BEJ akan semakin lama dalam menahan kepemilikan sahamnya. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Atkins dan Dyl (1997) yang menghasilkan kesimpulan bid ask spread yang merupakan fungsi dari transaction cost dan return yang menunjukkan volatilitas (fluktuasi harga) saham akan mempengaruhi keputusan investor untuk menahan sahamnya. Maka dari itu peneliti tertarik untuk menguji kembali penelitian Atkins dan Dyl (1997).

Variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap holding period investor terhadap saham biasa adalah kebijakan dividen (dividend policy) perusahaan, dalam hal ini dividend pay out ratio. Penelitian yang dilakukan oleh Howe dan Lin (1992), Chiang dan Venkatesh (1988), Helman (1998), Akhigbe dan Madura (1996), Mitra dan Rasyid (1997) membuktikan adanya hubungan negatif signifikan antara kebijakan dividen dengan bid-ask spread yang berarti saham-saham perusahaan yang membagikan dividen akan lebih liquid dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Jika hal ini dikaitkan dengan penelitian yang dilakukan Suharsono (1999) bahwa keputusan pembelian saham di kalangan investor lokal dipengaruhi oleh faktor motif pembelian saham, dan di antara motif pembelian saham yang paling banyak mewarnai adalah motif pendapatan yaitu investor mengharap penghasilan dari dividen yang memadai, sehingga dengan kebijakan dividen yang dilakukan diharapkan investor akan memegang/menahan sekuritas tersebut dalam jangka waktu pendek/panjang.

Tujuan penelitian adalah (1) untuk mengetahui pengaruh variabel – variabel

bid – ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio secara simultan maupun parsial terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45; (2) untuk mengetahui variabel yang paling berpengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

### KERANGKA KONSEP DAN HIPOTESIS

Lamanya seorang investor menahan dananya pada saham tertentu untuk waktu tertentu merupakan hal yang menarik untuk diteliti. Ini dikarenakan para investor/pemilik saham bebas untuk memilih jenis saham selain besar serta lamanya memegang financial asset tersebut dengan pertimbangan untuk mengurangi resiko sampai serendah-rendahnya untuk mendapatkan gain yang optimal.

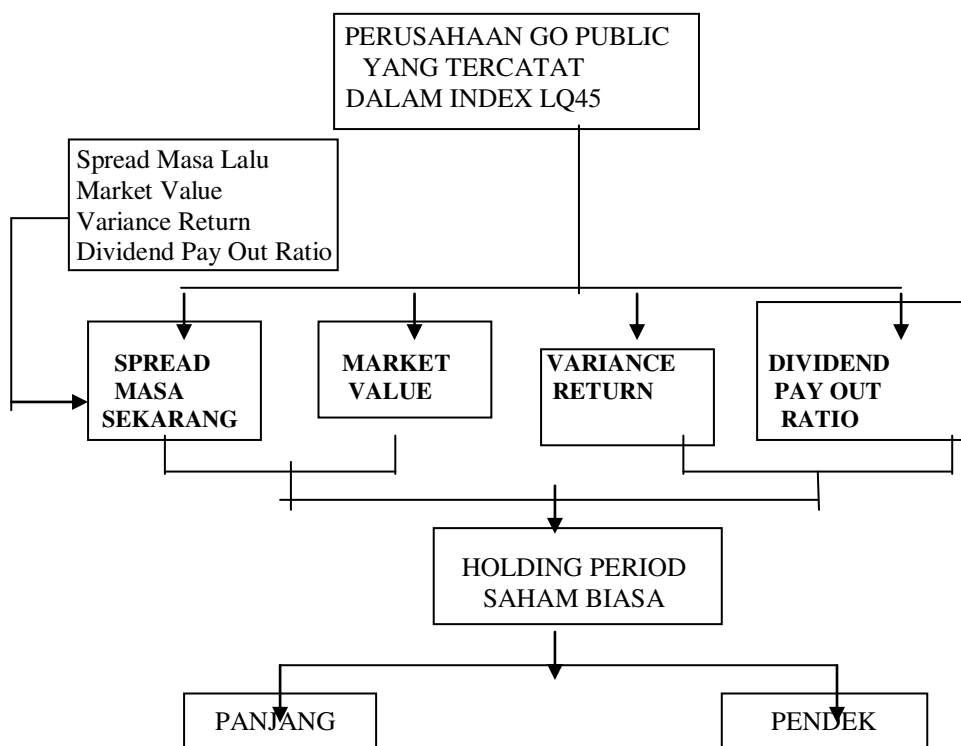
Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi saham biasa oleh investor khususnya terhadap lamanya kepemilikan suatu saham yang dilakukan Atkin dan Dyl (1997) menunjukkan bahwa panjangnya holding period investor berhubungan positif dengan bid-ask spread, yang dibuktikan dengan ditemukannya hubungan yang lebih kuat antara kedua variabel tersebut di NASDAQ yang mempunyai spread lebih besar daripada di NYSE. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Amihud dan Mendelson (1986) yang membuktikan bahwa asset dengan spread lebih besar pada suatu portofolio akan mempunyai peluang holding period lebih panjang, juga sebaliknya asset dengan bid-ask spread lebih kecil akan di pegang/ditahan dalam waktu relatif pendek.

Pada penelitian sebelumnya Demsetz (1968) menguji pentingnya bid-ask spread terhadap keputusan investasi, dengan menghubungkan antara spread dengan

transaction cost yang memprediksikan bahwa asset yang memiliki spread yang lebih besar menghasilkan expected return yang lebih tinggi pula, dan bahwa terjadi clientele effect dimana investor dengan holding period yang lebih lama memilih asset yang memiliki spread besar. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa expected return akan meningkat seiring dengan holding period dan konsekwensinya asset yang memiliki spread besar menghasilkan net return yang lebih besar kepada pemegangnya. Akibatnya investor mengharapkan holding period yang panjang dapat menahan asset yang memiliki spread besar.

Studi yang berhubungan dengan faktor penentu bid-ask spread oleh Tinic

(1972), Benston dan Hagerman (1974), dan Stoll (1978), kemudian Branch dan Freed (1977), Hamilton (1976) dan Marsh dan Rock (1986) juga menulis artikel tentang besarnya bid-ask spread di berbagai pasar. Selanjutnya Stoll dan Whaley (1983), Keim (1989) dan Atkins dan Dyl (1990) meneliti peran bid-ask spread dalam penjelasan terhadap anomali pasar modal. Dari keseluruhan penelitian di atas dapat di ambil kesimpulan sementara bahwa bid-ask spread mempengaruhi frekuensi perdagangan dan menyebabkan investor mengharapkan untuk menahan lebih panjang (pendek) asset yang memiliki biaya transaksi tinggi (rendah). Maka dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

H1.1: Diduga bid-ask spread mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Besarnya ukuran perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan beta ( $\beta$ ), yaitu tingkat resiko portofolio relatif terhadap resiko pasar. Perusahaan besar dianggap mempunyai resiko lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil, karena perusahaan besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal (Jogiyanto, 1998). Hal ini diperkuat dengan temuan Lenny dan Indriantoro (1999), Subali (2001) dalam penelitiannya tentang faktor-faktor yang mempengaruhi lamanya kepemilikan pada saham biasa di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa market value yang menunjukkan ukuran perusahaan adalah merupakan faktor yang paling dominan dalam menentukan lamanya kepemilikan (holding period) saham biasa, makin besarnya market value, makin lama pula saham ditahan dan sebaliknya. Di Bursa Efek Jakarta kebanyakan investor masih menganggap bahwa perusahaan besar biasanya lebih stabil keuangannya serta didukung oleh analisis-analisis yang kompeten sehingga mampu menghasilkan laporan dan informasi keuangan yang memperpendek jarak antara pengharapan investor dengan yang sebenarnya terjadi di perusahaan. Selain itu dengan berinvestasi di perusahaan yang lebih besar, biasanya resiko lebih kecil dan sahamnya juga memiliki kestabilan yang lebih besar dalam parameter distribusi return investor. Hal ini memungkinkan investor membutuhkan lebih sedikit portofolio penyeimbang kembali dengan saham perusahaan besar dan rata-rata waktu kepemilikannya akan lebih panjang, sehingga dalam penelitian ini dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1.2: Diduga market value mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Ketidakseimbangan informasi yang terjadi antara pasar di satu pihak dan manajemen di pihak lain mengakibatkan harga saham dinilai terlalu rendah (undervalue) berarti informasi tidak menguntungkan, dan akan dinilai terlalu tinggi (overvalue) berarti informasi menguntungkan. Sehingga manajemen perlu menyampaikan sinyal informasi ke pasar mengenai masa depan yang menguntungkan dengan suatu cara yang dapat dipercaya.

Pembayaran dividen merupakan alat komunikasi paling langsung dan penting kepada pasar mengenai kesehatan ekonomi (economic health) sebagian perusahaan. Brigham dan Gapenski (1993) mengemukakan bahwa dividen adalah contoh klasik dari manajer untuk memberikan informasi sebagai sinyal. Hal ini dibuktikan oleh penelitian Akhigbe dan Madura (1996) terhadap perusahaan yang membagikan dividen menunjukkan panjang akan tidak menguntungkan untuk perusahaan lebih kecil, perusahaan yang memiliki kelebihan investasi dan yang mempunyai kinerja relatif jelek sebelum pembagian dividen serta pengurangan dividen yang relatif besar atau tidak membagikan dividen dalam jangka waktu panjang akan tidak menguntungkan untuk perusahaan yang relatif besar. Chiang dan Venkatesh (1988) dalam penelitiannya juga menunjukkan tingkat informasi asimetri yang lebih tinggi menyebabkan spread lebih besar sehingga dari keadaan ini investor mengharapkan return yang lebih tinggi. Banyak peneliti membuktikan bahwa kebijakan dividen mempunyai hubungan negatif signifikan dengan bid-ask spread (Howe dan Lin (1992), dan Helman (1998)), artinya bahwa saham perusahaan yang membagikan dividen

akan lebih disukai daripada saham perusahaan yang tidak membagikan dividen sehingga investor diharapkan akan memegang/menahan saham tersebut dalam waktu yang relatif lama. Suharsono (1999) juga memperkuat pendapat di atas dengan penelitiannya yang menunjukkan bahwa faktor motif pembelian saham merupakan variabel yang paling berpengaruh dalam mengambil keputusan membeli saham, dimana motif pendapatan merupakan motivasi yang paling banyak mewarnai yaitu investor berharap memperoleh pendapatan dari dividen. Dari penelitian di atas dapat dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1.3: Diduga Dividen pay out ratio mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Trade-off antara resiko dan return merupakan hal yang dipertimbangkan dalam melakukan investasi, semakin besar resiko yang ditanggung semakin besar pula return yang dikompensasikan. Resiko investasi di pasar modal pada prinsipnya semata-mata berkaitan dengan kemungkinan terjadinya fluktuasi harga (price volatility) yang berupa resiko daya beli, resiko bisnis, resiko tingkat bunga, resiko pasar dan resiko likuiditas (Siamat, 2001).

Dalam kaitannya dengan pertimbangan investasi khususnya keputusan untuk menahan atau melepas suatu kepemilikan (holding period), resiko dan return merupakan bahan pertimbangan tambahan yang dapat digunakan dalam pengambilan keputusan. Hal ini dibuktikan Atkin dan Dyl (1997), Lenny dan Indriantoro (1999) dalam penelitiannya yang menunjukkan bahwa variance return yang menunjukkan tingkat resiko yang diakibatkan fluktuasi harga saham berhubungan terbalik dengan lamanya kepemilikan saham oleh investor. Ini berarti semakin tinggi tingkat resiko suatu saham

maka investor akan memegang sekuritas tersebut dalam waktu relatif pendek dan sebaliknya semakin rendah tingkat resiko suatu saham investor akan menahan sekuritas tersebut dalam waktu yang relatif panjang, sehingga pada penelitian ini dapat diajukan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1.4: Diduga variance return mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

H1 : Diduga bid-ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Di Indonesia penelitian tentang faktor yang mempengaruhi holding period saham biasa membuktikan bahwa market value yang menunjukkan ukuran perusahaan (Atkin dan Dyl, 1997) merupakan faktor yang paling berpengaruh dalam pengambilan keputusan, hal ini terjadi karena perusahaan besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal, sehingga dianggap mempunyai resiko yang lebih kecil. (Jogiyanto, 1998). Hal yang sama juga di kemukakan oleh Lenny dan Indriantoro (1999) serta Subali (2001) yang menyatakan bahwa investor di Indonesia lebih cenderung untuk mencari perusahaan-perusahaan relatif besar karena dianggap sahamnya memiliki tingkat kestabilan lebih tinggi. Dari penelitian di atas dapat dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H2: Market value diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

## METODE PENELITIAN

Berdasarkan teknik yang digunakan penelitian ini termasuk jenis penelitian survei (survey research), yaitu penelitian yang tidak melakukan perubahan atau tidak ada perlakuan khusus terhadap variabel-variabel yang diteliti atau non experimental (Hasan, 2002). Tujuan dari Penelitian ini bersifat eksplanatory. Menurut Singarimbun dan Effendi (1987), penelitian penjelasan (explanatory research) adalah menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian melalui pengujian hipotesis. Selain hal tersebut di atas penelitian ini juga merupakan pengembangan dari beberapa penelitian terdahulu atau bersifat extended replication.

### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang go public dan tercatat dalam index LQ45 periode 2000–2001 sebanyak 64 perusahaan. Pemilihan sampel dalam penelitian dilakukan dengan metode purposive sampling, dengan kriteria saham perusahaan yang sekurang-kurangnya dua kali tercatat dalam index LQ 45 periode 2000-2001.

### Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu Holding Period dan variabel independen terdiri dari bid–ask spread, market value, variance return, dividen pay out ratio.

### Definisi Operasional Variabel

#### Holding Period

Holding Period adalah rata-rata panjangnya waktu yang digunakan investor dalam menyimpan/memegang suatu sekuritas selama periode waktu tertentu. Rata-rata holding period investor untuk setiap tahun dihitung dengan membagi jumlah saham beredar (share

outstanding) dengan volume perdagangan saham i tahun ke t (Atkins dan Dyl, 1997).

$$HP_{it} = \frac{\text{Saham Beredar Tahun ke-t}}{\text{Volume Perdagangan Tahun ke-t}}$$

### Spread

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

$$\text{Spread}_{it} = \frac{\sum_{i=1}^N \left[ \frac{\text{ask}_{it} - \text{bid}_{it}}{(\text{ask}_{it} + \text{bid}_{it})/2} \right]}{N}$$

### Market Value

Market value adalah harga saham yang terjadi di pasar pada saat tertentu yang di tentukan oleh pelaku pasar, yaitu merupakan rata-rata harga saham selama satu tahun dikalikan dengan jumlah saham beredar per akhir tahun. Mengacu penelitian Atkin dan Dyl (1997) market value dirumuskan sebagai berikut:

Mrk Val<sub>it</sub> = Rata-rata harga saham dalam satu tahun x Jumlah saham beredar per akhir tahun

### Variance Return

Variance return adalah tingkat resiko yang terjadi dari suatu kegiatan investasi, terutama akibat transaksi saham di pasar bursa yang disebabkan adanya volatilitas harga saham. Rata-rata Return saham dihitung dengan menggunakan rata-rata aritmatika dari data harian selama periode observasi. ( Fabozzi, 2000). Variance return dirumuskan sebagai berikut:



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

$$RA = [R1 + R2 + R3 + \dots + Rm] / m$$

$$\text{Variance} = \frac{n\sum x^2 - (\sum x)^2}{n(n-1)}$$

### Dividend Pay Out Ratio

Adalah jumlah dividen – dividen yang telah dibayar pada tahun tersebut dibagi dengan laba per lembar saham pada akhir tahun. (Husnan, 1998).

$$\text{Dividend Pay Out Ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

### Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari Bursa Efek Jakarta dalam bentuk internal secondary data yaitu informasi yang sudah tersedia dalam perusahaan itu.

### Analisis Data

Untuk menguji hubungan antara bid–ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio dengan average holding period untuk saham biasa yang tercatat dalam index LQ45 periode 2000–2001 digunakan model regresi berganda kwadrat terkecil dua tahap (two–stage least square multiple regression)

Alasan dipilihnya model regresi berganda kwadrat terkecil dua tahap adalah adanya kemungkinan bahwa hubungan bid–ask spread periode ini dengan bid–ask spread dan holding period periode terdahulu untuk setiap saham terjadi secara simultan (Atkin dan Dyl, 1997). Untuk mengetahui hubungan tersebut, maka kedua variabel diuji dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Spread}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{HP}_{it-1} + \beta_2 \text{Spread}_{it-1}$$

Untuk mengetahui hubungan antara bid–ask spread dan holding period dilakukan pengujian dengan uji F-test dengan taraf signifikan ( $\alpha$ ) 10%. Jika pengujian yang dilakukan menghasilkan kesimpulan bahwa bid–ask spread dan holding period tahun lalu tidak mempunyai pengaruh secara simultan terhadap bid–ask spread tahun ini maka pengujian hubungan antara holding period sebagai variabel dependen, dengan bid–ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio akan dilakukan dengan model ordinary least square (OLS), tetapi jika dihasilkan kesimpulan bahwa bid–ask spread dan holding period tahun lalu mempunyai pengaruh secara simultan terhadap bid–ask spread tahun ini maka pengujian akan dilakukan dengan metode two stages least square (TSLS).

Dengan mengacu pada penelitian Atkins dan Dyl (1997) tentang faktor yang mempengaruhi lamanya kepemilikan (holding period) pada saham biasa, bid–ask spread diestimasi dengan regresi tahap pertama.

Regresi tahap pertama :

$$\text{Spread}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Spread}_{it-1} + \beta_2 \text{Mrk Val}_{it} + \beta_3 \text{Var Ret}_{it} + \beta_4 \text{Dev}_{it} + \epsilon_{it}$$

Selanjutnya spread hasil estimasi dijadikan variabel independen untuk mengestimasi variabel dependen holding period pada regresi tahap dua, dengan persamaan:

$$\text{HP}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Spread}_{it} + \beta_2 \text{Mrk Val}_{it} + \beta_3 \text{Var Ret}_{it} + \beta_4 \text{Dev}_{it} + \epsilon_{it}$$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Variabel Penelitian

#### Holding Period

Holding period yaitu rata-rata panjangnya waktu investor dalam menahan atau memegang sahamnya selama periode waktu tertentu, yang dinyatakan dengan membandingkan antara jumlah saham beredar akhir tahun dengan total volume transaksi akhir tahun untuk masing-masing jenis saham. Rata-rata holding period pada perusahaan yang tercatat dalam index LQ45 di Bursa Efek Jakarta tahun 2001 ditunjukkan dalam Tabel 1.

Secara keseluruhan rata-rata holding period dari 39 perusahaan adalah 7,658. Ada 9 perusahaan yang mempunyai rata-rata holding period melebihi rata-rata sampel atau sebesar 23,08% dan sisanya sebanyak 30 perusahaan atau sebesar 76,92% adalah perusahaan yang mempunyai rata-rata holding period dibawah rata-rata sampel. Hal ini menunjukkan bahwa pada tahun 2001

investor tidak suka menahan kepemilikan atas saham biasa lebih lama atau dengan kata lain volume perdagangan atas saham tersebut relatif tinggi (aktif diperdagangkan), hal ini dibuktikan adanya kenaikan yang sangat besar dari tahun 2000 sebesar 134,531 (mil. shares) menjadi 148,381 (mil. shares).

#### Spread

Spread yaitu selisih harga beli tertinggi yang menyebabkan investor setuju untuk membeli dengan harga jual terendah yang menyebabkan investor setuju untuk menjual. Tabel berikut menunjukkan rata-rata spread perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam index LQ45 untuk periode penelitian.

Tabel 1. Rata-rata holding period saham perusahaan sample

Holding Period (HP)	Jumlah Perush.	Prosentase	Rata-Rata (HP)
>Rata-rata Sampel	9	23.08%	
<Rata-rata Sampel	30	76.92%	
Jumlah	39	100%	7.658.

Tabel 2. Rata-rata spread saham perusahaan sample

Spread	Jumlah Perusahaan	Prosentase	Rata-Rata Spread
>Rata-rata Sampel	11	28.21%	0.0293
<Rata-rata Sampel	28	71.79%	
Jumlah	39	100%	

Jumlah perusahaan yang mempunyai rata-rata spread di atas rata-rata sampel sebanyak 11 perusahaan atau sebesar 28,21% dengan rata-rata spread 0,0293. Sedangkan sisanya adalah perusahaan yang mempunyai rata-rata spread di bawah rata-rata sampel sebanyak 28 perusahaan atau

sebesar 71,79%. Berdasarkan teori, hal ini menunjukkan bahwa investor yang memegang saham perusahaan tersebut memiliki rata-rata spread yang didalamnya terdapat biaya transaksi, biaya kepemilikan dan biaya asimetri informasi relatif rendah. Jika dikaitkan dengan Tabel 2 yang

menghasilkan rata-rata holding period relatif kecil, hal ini konsisten dengan temuan Amihud dan Mendelson (1986) juga Atkin dan Dyl (1997) yang menyatakan bahwa asset dengan spread lebih besar pada suatu portofolio akan mempunyai peluang holding period lebih panjang, juga sebaliknya asset dengan spread lebih kecil akan di tahan dalam waktu relatif pendek.

#### Market Value

Dalam penelitian ini market value dinyatakan dengan rata-rata harga saham dalam satu tahun dikalikan dengan jumlah saham yang beredar per akhir tahun. Rata-rata market value untuk perusahaan yang tercatat dalam index LQ45 pada periode penelitian disajikan dalam Tabel 3.

Jumlah perusahaan yang memiliki rata-rata market value yang merupakan cerminan besarnya perusahaan di atas rata-

rata sampel adalah sebanyak 8 perusahaan atau sebesar 20,51%. Sedangkan 31 perusahaan atau sebesar 79,49% adalah perusahaan yang mempunyai rata-rata market value di bawah rata-rata sampel. Perubahan rata-rata nilai pasar dari masing-masing perusahaan disebabkan oleh adanya perubahan fluktuasi dari harga saham. Sebagian besar perusahaan sampel mempunyai harga pasar saham relatif rendah atau dengan kata lain resiko portofolio relatif besar sebab asset size yang mencerminkan atau sebagai pengukur besarnya perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan resiko portofolio relatif terhadap pasar saham, semakin besar perusahaan dianggap mempunyai resiko yang lebih kecil atau sebaliknya nilai pasar saham yang rendah dianggap mempunyai resiko yang lebih besar (Jogiyanto, 1998).

Tabel 3. Rata-rata market value saham perusahaan sampel

Market Value	Jumlah Perush	Prosentase	Rata-rata Mark.Val
>Rata-rata Sampel	8	20.51%	3.664
<Rata-rata Sampel	31	79.49%	
Jumlah	39	100%	

#### Variance Return

Variance return adalah tingkat resiko yang terjadi dari suatu kegiatan investasi,

terutama akibat transaksi saham di pasar bursa. Rata-rata variance return pada perusahaan sampel terlihat pada Tabel 5.

Tabel 4. Rata-rata variance return saham perusahaan sampel

Variance Return	Jumlah Perush.	Prosentase	Rata-rata Var. Ret. Sample
>Rata-rata Sampel	14	35.90%	0.0016
<Rata-rata Sampel	25	64.1%	
Jumlah	39	100%	

Jumlah perusahaan yang mempunyai rata-rata variance return di atas rata-rata

sampel sebanyak 14 perusahaan atau sebesar 35,90%. Hal ini menunjukkan

bahwa tingkat penyimpangan return realisasi yang terjadi tinggi, sehingga investor yang memiliki saham perusahaan ini mempunyai tingkat resiko yang tinggi yang diakibatkan harga saham yang terlalu berfluktuasi. Sedangkan sebanyak 25 perusahaan atau sebesar 64,10% adalah saham perusahaan yang mempunyai tingkat resiko rendah karena harga saham yang tidak terlalu berfluktuasi.

#### Dividend Pay Out Ratio

Dividend pay out ratio merupakan prosentase dari laba yang dibagikan dalam bentuk cash. Dalam penelitian ini dividend pay out ratio dihitung dengan membagi dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham. Rata-rata dividend pay out ratio perusahaan sampel dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Rata-rata dividend pay out ratio saham perusahaan sample

Dividend Pay Out Ratio (Dev)	Jumlah Perush.	Prosentase	Rata-rata Dev. Sample
>Rata-rata Sampel	18	46.15%	0.1116
<Rata-rata Sampel	21	53.85%	
Jumlah	39	100%	

Rata-rata dividend pay out ratio seluruh sampel sangat rendah, karena dari 39 sampel yang membagikan dividen hanya 18 perusahaan atau sebesar 46,15%. Hal ini disebabkan kondisi krisis yang terjadi di Indonesia sehingga banyak perusahaan yang tidak mampu membagikan dividen. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa pada tahun 2001 kondisi investasi khususnya pada saham biasa di Bursa Efek Jakarta kurang menguntungkan. Hal ini bisa terlihat dari tingkat resiko yang sangat besar sehingga perusahaan tidak mampu membagikan dividen kepada pemegang sahamnya, sehingga investor tidak akan menahan kepemilikan atas saham dalam jangka waktu relatif lama, ini juga didukung dengan rendahnya nilai pasar saham sebagai ukuran besarnya perusahaan. Sedangkan nilai spread yang rendah adalah merupakan bukti bahwa investor di Indonesia lebih menyukai bertransaksi secara spekulatif sehingga broker tidak meminta spread yang besar.

#### Hasil Analisis dan Pembahasan

Untuk mencapai tujuan penelitian dan pembuktian hipotesis, analisa diarahkan pada indikator statistik, yaitu F-test, T-test, dan interpretasi hasil regresi.

#### Analisis Pengujian antara Holding Period dengan Bid-Ask Spread

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah antara variabel holding period masa lalu dan bid-ask spread masa lalu terjadi hubungan yang secara simultan mempengaruhi bid-ask spread masa sekarang. Pada pengujian ini periode yang diuji adalah bid-ask spread tahun 2001 sedangkan holding period dan bid-ask spread tahun 2000 digunakan sebagai variabel explanatory. Hasil pengujian yang dilakukan terlihat pada Tabel 6.

Persamaan regresi yang diperoleh adalah:

$$\text{Spread}_{01} = 1,213\text{E-}02 - 3,521\text{E-}06 \text{HP}_{00} + 0,818 \text{Spread}_{00}$$

Secara simultan (yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi F sebesar 0,000 yang lebih kecil dari nilai  $\alpha$  sebesar 0,1)

ada hubungan antara holding period dan bid-ask spread masa lalu dengan bid-ask spread tahun sekarang, sehingga kesimpulan ini dijadikan dasar untuk pengujian analisis selanjutnya yang dilakukan dengan alat analisis two stages least square (TSLS).

#### Hasil Analisis TSLS (Two Stages Least Square)

Pembuktian hipotesis yang telah dirumuskan memerlukan suatu cara tertentu sesuai dengan prosedur yang telah direncanakan. Analisis hasil penelitian

merupakan langkah yang harus ditempuh dalam upaya pembuktian hipotesis tersebut. Analisis regresi dilakukan untuk mengetahui pola hubungan antara variabel independend (spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio) terhadap variabel dependend (holding period). Analisis regresi yang telah dilakukan dalam pengujian ini adalah model regresi kwadrat terkecil dua tahap (two stages least square multiple regresion) yang bertujuan untuk menguji hipotesa yang telah diajukan. Hasil regresi dua tahap tersebut dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 6. Hasil Analisis regresi

Variabel	Koefisien Reg.	Standart Error	Sig T.
Intercep	1.213E-02	0.006	0.063
Hold-00	-3.521E-06	0.000	0.545
Spread-00	0.8180	0.163	0.000
R Square	0.4210		
Adjusted R Square	0.3890		
F. Test	13.075		
Signifikan F	0.0000		

Tabel 7. Hasil Analisis regresi tahap pertama

Variabel	Koefisien Reg.	Standart Err.	Sig T.
Intercept	-0.0366	0.0780	0.6413
Spread 2000	0.7853	0.1749	0.0001*
Market Value	0.0033	0.0063	0.5975
Var. Return	4.1884	3.3228	0.2161
Dev. Pay Out Ratio	0.0006	0.0199	0.9761
R Square	0.4516		
Adjusted R Square	0.3871		
F. Test	7.0013		
Signifikan F	0.0030		

\* signifikan level ( $\alpha = 0.05$ )

Hasil analisis regresi tahap pertama menunjukkan bahwa spread mempunyai pengaruh besar terhadap spread tahun

berikutnya dengan tingkat signifikansi 0,0001. Hal ini mendukung pengujian yang telah dilakukan sebelumnya terhadap bid-

ask spread dan holding period yang digunakan sebagai alasan penggunaan alat

uji TSLS. Hasil estimasi regresi tahap kedua ditunjukkan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Analisis regresi tahap ke dua

Variabel	Koefisien Reg.	Stand. Err.	Sig T.
Intercept	1.6357	1.6434	0.3266
Fit-3	8.2300	0.3253	0.0952**
Market Value	0.0964	0.1340	0.4765
Var. Return	-148.2854	79.5939	0.0711**
Dev. Pay Out Ratio	0.1206	0.4281	0.7798
R Square	0.1207		
Adjusted R Square	0.0173		
F. Test	1.1674		
Signifikan F	0.3424		

\* \*signifikan level ( $\alpha = 0,1$ )

Berdasarkan data hasil regresi pada tabel 9, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$HP_{01} = 1,6357 + 8,2300 \text{ Spread}_{01} + 0,0964 \text{ MrkVal}_{01} - 148,2854 \text{ Var Ret}_{01} + 0,1205 \text{ Dev}_{01} + \varepsilon$$

### Pembahasan

#### Pengujian Hipotesa Pertama

Untuk membuktikan hipotesa pertama yaitu “ Diduga bid-ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45” dengan menggunakan kriteria signifikansi 10%. Berdasarkan hasil pengujian secara statistik yang dilakukan dengan uji F diketahui nilai signifikansi F adalah 0,3424 lebih besar dari  $\alpha$  sebesar 10%. Hal ini berarti variabel-variabel bid-ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio secara simultan atau bersama-sama tidak mempunyai pengaruh terhadap holding period saham biasa. Dengan demikian hipotesa pertama ditolak.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya, diduga disebabkan adanya beberapa variabel yang mempunyai pengaruh sangat kecil pada variabel dependen sehingga untuk pengaruh secara bersama-sama akan menghasilkan nilai yang tidak signifikan. Pada tabel 9 terlihat koefisien untuk variabel market value sebesar 0,0964 dengan nilai signifikan T 0,4765 dan variabel dividend pay out ratio dengan nilai koefisien 0,1206 dengan signifikan T sebesar 0,7798.

Dari hasil uji secara parsial untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

1. Koefisien regresi untuk spread adalah positif 8,2300. Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa investor dengan holding period relatif panjang akan mengharap spread yang besar pula. Sedangkan tanda positif ini menunjukkan apabila spread naik 1 satuan akan mengakibatkan naiknya holding period (masa kepemilikan) atas saham biasa sebesar 8,23 satuan, variabel yang lain dianggap konstan. Jika dilihat dari angka signifikan T diperoleh angka 0,0952 yang menunjukkan peluang kesalahan yang

mungkin, angka ini lebih kecil dari alpha 10% berarti secara statistik spread mempunyai pengaruh positif signifikan dalam menentukan lamanya kepemilikan saham biasa oleh investor, sehingga  $H_1$  diterima atau menolak  $H_0$ . Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Amihud dan Mendelson (1986), Atkin dan Dyl (1997), Lenny dan Indriyantoro (1999) bahwa holding period mempunyai hubungan positif signifikan terhadap besarnya spread saham biasa, yang berarti besarnya biaya transaksi, biaya kepemilikan dan biaya asimetri informasi merupakan salah faktor yang digunakan mengambil keputusan tentang panjang/pendeknya investor memegang suatu financial asset di Bursa Efek Jakarta.

2. Dari hasil analisis regresi diperoleh koefisien market value sebesar 0,0964 dengan tanda positif, artinya jika variabel yang lain dianggap tetap maka setiap ada kenaikan dalam market value 1 satuan maka akan diikuti dengan pertambahan masa kepemilikan pada saham biasa sebesar 0,0964 satuan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai menanamkan sahamnya pada perusahaan yang relatif besar karena diduga mempunyai resiko yang lebih kecil serta mempunyai akses lebih besar ke pasar modal daripada perusahaan kecil (Jogiyanto, 1998). Jika dilihat dari angka signifikan T sebesar 0,5359 dengan alpha 10%, maka  $T \text{ sig} > \alpha$ , sehingga  $H_0$  diterima atau menolak  $H_1$ . Dengan demikian secara statistik market value mempunyai pengaruh positif terhadap holding period tetapi tidak signifikan pada taraf 10%.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya pada Bursa Efek Jakarta oleh Lenny dan Indriyantoro (1999)

bahwa market value yang merupakan cerminan besarnya perusahaan adalah faktor yang paling berpengaruh terhadap keputusan investor dalam memegang saham biasa. Hal ini disebabkan pada tahun 2001 banyak perusahaan yang melakukan penambahan jumlah sahamnya dalam jumlah yang besar sehingga akan mempengaruhi nilai pasar sahamnya. Misalnya Astra Graphia Tbk dari 130.687.500 pada tahun 2000 menjadi 1.306.875.000 pada tahun 2001, Ultrajaya Milk Industry and Trading Tbk dari 385.117.600 menjadi 1.925.588.000 dan seterusnya (lihat lampiran 3 dan 4). Penerbitan saham baru ini tidak selalu di respon positif oleh investor tapi hal ini bisa ditangkap oleh investor sebagai sinyal negatif bahwa perusahaan mengalami kesulitan keuangan sehingga investor tidak suka menahan kepemilikan atas sahamnya dalam waktu yang relatif lama. Kondisi krisis ekonomi dan ketidakmampuan perusahaan membayar dividen merupakan hal yang ikut mendukung persepsi investor bahwa perusahaan mengalami kondisi sulit sehingga perlu untuk membenahi struktur keuangannya.

3. Dari hasil analisis ditemukan bahwa koefisien regresi variance return adalah sebesar -148,2854 yang artinya variance return berpengaruh terhadap lamanya kepemilikan saham biasa sebesar -148,2854 satuan atau dengan kata lain apabila ada kenaikan tingkat resiko sebesar satu satuan maka akan menyebabkan menurunnya holding period sebesar 148,2854 satuan. Berdasarkan hasil uji T diperoleh angka signifikan 0,0711 kurang dari alpha 10%. Sehingga secara statistik variance return mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa, maka  $H_1$  diterima atau menolak  $H_0$ .

Hasil penelitian ini mendukung penelitian-penelitian terdahulu, antara lain Atkin dan Dyl (1997) yang membuktikan bahwa variance return yang menunjukkan tingkat resiko yang terjadi akibat fluktuasi harga saham mempunyai hubungan terbalik dengan lamanya kepemilikan saham biasa, semakin tinggi tingkat resiko suatu saham maka investor akan memegang saham tersebut relatif lebih pendek dan sebaliknya semakin rendah tingkat resiko investor akan memegang saham tersebut relatif panjang.

4. Koefisien regresi dividend pay out ratio yang ditemukan sebesar 0,1206 dengan tanda positif. Hal ini berarti setiap kenaikan dividend pay out ratio sebesar 1 satuan akan berdampak pada kenaikan atau lamanya kepemilikan saham oleh investor sebesar 0,1206 satuan. Jika dilihat dari hasil uji T diperoleh nilai signifikan T sebesar 0,7798 lebih besar dari alpha 10%, yang berarti secara statistik dividend pay out ratio mempunyai hubungan positif dengan holding period saham biasa tetapi tidak signifikan pada taraf 10%, maka hipotesa ditolak.

Hubungan yang tidak signifikan antara holding period dengan dividend pay out ratio ini terjadi, diduga karena banyaknya perusahaan sampel yang tidak mampu membayar dividen pada tahun 2001 sehingga menjadikan variabel bebas ini (dividend pay out ratio) tidak mampu menjelaskan variabel terikatnya (holding period).

#### **Pembuktian Hipotesa ke dua**

Untuk membuktikan hipotesa kedua yaitu “market value diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45” dengan menggunakan kriteria 10%. Untuk mengetahui variabel bebas yang paling berpengaruh terhadap

variabel terikat dilihat dari nilai koefisien correlation partial-nya yaitu dengan melihat nilai terbesar. Berdasarkan tabel 9, variabel variance return mempunyai koefisien tertinggi sebesar 148,2854, sehingga  $H_0$  diterima atau  $H_1$  ditolak.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta oleh Lenny dan Indriyantoro (1996) bahwa market value merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap holding period saham biasa. Dari hasil analisis variabel market value tidak berpengaruh signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa. Hal ini disebabkan karena perbedaan kondisi yang terjadi. Penelitian yang dilakukan Lenny dan Indriyantoro (1996) dilakukan pada saat Indonesia belum mengalami krisis ekonomi sehingga investor dalam mengambil keputusan tentang lamanya kepemilikan atas saham biasa tidak terfokus pada resiko yang akan terjadi tetapi lebih pada keuntungan yang akan didapat baik dari dividen maupun capital gain. Sehingga investor akan menahan sahamnya relatif lama pada perusahaan-perusahaan yang mempunyai nilai pasar baik karena perusahaan yang besar dianggap mempunyai tingkat kestabilan yang tinggi.

Sedangkan pada kondisi krisis investor lebih condong untuk menahan kepemilikan atas sahamnya relatif pendek untuk menghindari resiko yang lebih besar yang diakibatkan oleh fluktuasi harga saham dan besarnya biaya yang harus ditanggung, baik biaya transaksi, biaya kepemilikan dan biaya asimetri informasi. Besarnya nilai market value tidak selalu mencerminkan bahwa kondisi perusahaan dalam keadaan baik tetapi sebaliknya bisa menjadi sinyal negatif bahwa perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

#### **Interpretasi Koefisien Determinasi**

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur proporsi total variasi



dependen variabel yang dijelaskan oleh independen variabel. Jika nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) semakin mendekati angka 1, maka variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh kuat dalam menjelaskan variabel dependen. Sedangkan bila  $R^2$  mendekati nol maka variabel independen semakin lemah dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen.

Dari hasil analisis regresi diperoleh nilai  $R^2$  sebesar 12,076% yang berarti secara bersama-sama variabel bebas (spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio) mampu menjelaskan variabel terikat (holding period) sebesar 12,076% sedangkan sisanya sebesar 87,924% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terliput dalam model ini. Berdasarkan uji F diperoleh nilai signifikan F sebesar 0,3424 lebih besar dari alpha 10%. Sehingga secara statistik variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 12,076% tetapi tidak signifikan pada taraf 10%.

Terjadinya misclassification diduga oleh beberapa kemungkinan yang merupakan keterbatasan dari penelitian ini. Periode penelitian tahun 2000-2001, dimana pada tahun tersebut krisis ekonomi di Indonesia masih terjadi, sehingga secara bersama-sama variabel independen tidak dapat dijadikan sebagai pedoman pengambilan keputusan oleh investor untuk memegang saham biasa dalam jangka waktu panjang/pendek. Hal ini disebabkan investor cenderung hanya berfikir tentang resiko yang akan ditanggung dari kegiatan investasinya dan mengabaikan variabel lain. Ini terlihat dari hasil analisis yang menghasilkan variance return sebagai variabel yang paling berpengaruh yang merupakan ukuran tingkat resiko yang diakibatkan fluktuasi harga saham. Sedangkan kemungkinan yang lain adalah perilaku investor di

Indonesia yang cenderung untuk memegang saham dalam jangka pendek yaitu bersifat sebagai spekulasi sehingga jenis investor seperti ini hanya melihat fluktuasi harga saham guna mendapat gain yang optimal.

### **Implikasi Hasil Penelitian**

Keputusan investor untuk menahan atau melepas suatu financial asset harus mempertimbangkan berbagai macam faktor dengan menganalisa baik secara teknikal atau secara fundamental. Investasi di pasar modal pada kondisi negara relatif stabil investor cukup hanya melihat faktor-faktor intern perusahaan dan perilaku dari saham tersebut.

Peran pasar modal sebagai fungsi ekonomi dan fungsi keuangan tetap harus dimaksimalkan apalagi setelah sektor perbankan tidak lagi menjalankan fungsi intermediasi dengan normal. Sehingga yang perlu dirubah adalah perilaku investor dalam menginvestasikan dananya. Pada kondisi krisis dimana keadaan bisa berubah sewaktu-waktu dan tidak bisa diprediksi maka investor lebih baik untuk menahan kepemilikan pada saham biasa dalam waktu relatif pendek, hal ini dimaksudkan untuk menghindari resiko yang terjadi akibat fluktuasi harga saham.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan melalui tahap pengumpulan data dan pengolahan data, analisis dan interpretasi hasil analisis mengenai hubungan antara variabel independen dan variabel dependen, maka dihasilkan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Lamanya kepemilikan investor pada saham biasa untuk perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45 pada tahun 2000-2001 umumnya

relatif pendek walaupun ada peningkatan dari nilai pasar sahamnya (market value), hal ini diduga karena investor menangkap kejadian ini sebagai sinyal negatif perusahaan mengalami kesulitan keuangan guna memperbaiki struktur modalnya.

2. Secara bersama-sama variabel spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio tidak berpengaruh terhadap holding period atau lamanya kepemilikan saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45. Sedangkan secara parsial ada dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa yaitu variance return dan spread. Variance return mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap holding period, sedangkan spread mempunyai hubungan positif signifikan terhadap holding period pada  $\alpha$  10%.
3. Diantara variabel spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio yang merupakan variabel paling berpengaruh adalah variance return yang merupakan cerminan dari tingkat resiko akibat fluktuasi harga saham.
4. Di Bursa Efek Jakarta, faktor psikologi investor diduga merupakan faktor yang paling banyak menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan tentang menah/melepas suatu saham biasa.

### Saran-saran

#### 1. Bagi Investor

Dengan adanya hasil penelitian ini maka disarankan kepada investor, bahwa dalam mengambil keputusan tentang lamanya memegang/menahan suatu saham biasa di Bursa Efek Jakarta terutama perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam index LQ45 hendaknya melihat juga kondisi secara makro terutama kondisi

ekonomi. Pada keadaan kondisi ekonomi yang sulit keputusan untuk menahan kepemilikan terhadap saham biasa harus sangat hati-hati karena faktor resiko akan lebih dominan. Hal ini bisa tercermin dengan banyaknya perusahaan yang tidak dapat membayar dividen kepada pemegang sahamnya. Alternatif yang bisa digunakan dalam pengambilan keputusan adalah dengan kepemilikan jangka pendek yaitu dengan melihat saham yang mempunyai spread kecil sehingga investor tidak menanggung biaya yang terlalu besar. Besarnya nilai pasar saham (market value) tidak dapat dijadikan sebagai ukuran bahwa perusahaan mempunyai kondisi keuangan yang stabil dan dapat memperpendek jarak antara pengharapan investor dengan yang sebenarnya terjadi karena kenaikan nilai market value dapat terjadi karena perusahaan menerbitkan saham baru yang tujuannya untuk memenuhi kebutuhan pendanaan yang disebabkan kesulitan keuangan. Dari hal ini maka investor perlu menganalisis baik secara teknikal atau fundamental.

#### 2. Bagi Peneliti Berikutnya

- a. Model two stages least square ini cukup akurat untuk penelitian ini, tetapi belum tentu untuk sampel yang lain sehingga disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk melakukan penelitian dengan model yang lain pada sampel yang berbeda dengan menambah variabel yang diduga akan mempengaruhi lamanya investor memegang suatu financial asset.
- b. Untuk penggunaan variabel dividend pay out ratio hendaknya dilakukan pengklasifikasian terlebih dahulu terhadap semua perusahaan yang membayar dividen pada periode penelitian sehingga akan didapatkan hasil yang lebih akurat.
- c. Penelitian ini dilakukan pada kondisi krisis di Indonesia masih terjadi

sehingga secara bersama-sama variabel independen tidak mampu menjelaskan variabel dependen secara signifikan sehingga disarankan untuk peneliti selanjutnya untuk meneliti pada kondisi normal dengan periode penelitian minimal 5 tahun.

- d. Faktor lain yang diduga berpengaruh pada keputusan menahan/melepas suatu sekuritas adalah faktor psikologi investor sehingga untuk peneliti selanjutnya hendaknya memasukkan variabel tersebut dengan membuat formula yang tepat.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ady, Sri Utami. 2000. Analisis variabel-variabel yang berpengaruh terhadap spread harga saham pada industri manufaktur di BEJ, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Aitken, Michael dan Alex Frino. 1996. The determinant of market bid-ask on the australian stock exchange: cross sectional analysis, *Journal of Accounting and Finance*, 36, May, 51-64.
- Akhigbe, Aigbe dan Jeff Madura. 1996. Dividend policy and corporate performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, Desember, 1267-1287.
- Amihud, Yakov, dan Haim Mendelson. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, No. 17, p. 223-249.
- Atkins, Allens B. dan Edward A Dyl. 1990. Price reversals, bid-ask spread and market efficiency, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 25, 535-547.
- Atkins, Allens B. dan Edward A Dyl. 1997. Market structure and rerted trading volume: Nasdaq versus the NYSE, *Journal of Finance Research*, Vol. XX, No. 3, p. 291-304.
- Atkins, Allens B. dan Edward A Dyl. 1997. Transaction cost and holding period for common stock, *Journal of Finance*, Vol. III, No. 1, p. 309-320.
- Brigham, Eugene, F. dan L.C. Gapenski. 1991. *Financial Management, Theory and Practice*, Sixth Edition, The Dryden Press International Edition.
- Brigham, Eugene, F. dan L.C. Gapenski. 1993. *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, The Dryden Press.
- Chiang, Raymond dan P.C. Venkatesh. 1988. Insider holding and perception of asymetry information: a note, *Journal of Finance*, 43, September, 1041-1048.
- Downes, John dan J.E. Goodman. 2001. *Kamus Istilah Keuangan dan Investasi*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*, Terjemahan, Jilid 1, 2, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Fatmawati dan Asri. 1999. Pengaruh stock split terhadap likuiditas saham yang di ukur dengan besarnya bid-ask spread di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 4, 93-110.
- Hampton, John J. 1989. *Financial Decision Making, Concept, Problem and Cases*, Fourth Edition, Prentice-Hall International Edition.
- Hasan, M.I. 2002. *Metodologi Penelitian dan Aplikasi*, Ghalia Indonesia, Jakarta.
- Howe, John S. dan Ji-Chai Lin. 1992. Dididend policy and the bid-ask spread: An empirical analysis, *Journal of Financial Reearch*, Vol XV, Spring, 1-10.
- Husnan, Suad. 1995. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*,

- Edisi Kedua, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jennings, Robert. 1994. Intraday changes in target firm' share price and bid-ask quotes around takeover announcement, *Journal of Finance Research*, Vol. XVII, No. 2, p. 255-270.
- Jogiyanto. 1998. Teori Portofolio dan Analisis Investasi, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 1998. *Investments*, Edisi Keenam, Penerbit John Willey & Sons, Inc, Toronto, Singapore.
- Kaldec, G.B. dan J.J. McConnell. 1994. The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: Evidence from exchange listings, *Journal of Finance*, 49, p. 611-36.
- Keim, Donald B. 1989. Trading patterns, bid-ask spread, and estimated security return: The case of common stock at calender turning point, *Journal of Financial Economics*, 25, p. 75-98.
- Kramer, Charles. 1998. Noise trading, transaction cost, and the relationship of stock return and trading, *International Review of Economics and Finance*, p. 343-362.
- Lenny dan N. Indriantoro. 1999. Analisa pengaruh transaction cost terhadap lamanya holding period saham biasa, *Journal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 1, No. 3, p. 209-220.
- Marsh, Terry dan Kevin Rock. 1986. Exchange listing and liquidity: A comparison of the American stock exchange with the Nasdaq national market system, *American stock exchange transaction data research project*, No. 2, January.
- Miller, Merton H. dan F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of share, *Journal of Business*, Oktober, 411-433.
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock. 1985. Dividend policy under asymetry information, *Journal of Finance*, 40, September, 1031-51.
- Mitra, Devashis dan Muhammad Rasyid. 1997. The information content of dividnt initiation and firm size: an analysis using bid-ask spread, *The Financial Review*, Vol 32, No. 2, May, 309-329.
- Riyanto, Bambang. 1996. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Siamat, Dahlan. 2001. *Manajemen Lembaga Keuangan*, Penerbit FE UI, Jakarta.
- Singarimbun, Masri dan Sofian Effendi. 1987. *Metode Penelitian Survai*, Penerbit PT Pustaka LP3ES, Jakarta.
- Stern, Joel M. dan D.H. Chew Jr. 1992. *The Resolution in Corporate Finance*, Second Edition, Black Well Finance.
- Stoll, Hans R. dan Robert Whaley. 1983. Transaction cost and the small firm effect, *Journal of Financial Economics*, No. 12, p. 57-80.
- Sugeng, Bambang. 2000. Pengaruh stabilitas dividen terhadap kinerja portofolio saham di Bursa Efek Jakarta, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Suharsono, Judi. 1999. Pengaruh kualitas informasi pasar modal terhadap keputusan pembelian saham di kalangan investor lokal pada Galery bursa di Kotamadya Malang, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Weston, J. Fred dan Thomas E Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Penerbit Binarupa Aksara, Jakarta.