

**Analisis Pengaruh Market Liquidity dan Market  
Risk Terhadap Return Saham pada  
Periode Bubble**  
(Studi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2007 s.d. 2016)



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**DIONISIUS WIRAWAN**  
**NIM. 12010113130175**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**SEMARANG**  
**2017**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Dionisius Wirawan  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010113130175  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen  
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH MARKET  
LIQUIDITY DAN MARKET RISK  
TERHADAP RETURN SAHAM  
PADA PERIODE BUBBLE**  
Dosen Pembimbing : Erman Denny Arfianto, S.E., M.M.

Semarang, 8 Desember 2017

Dosen Pembimbing,

Erman Denny Arfianto, S.E., M.M.

NIP. 19761205 200312 1001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Mahasiswa : Dionisius Wirawan  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010113130175  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH MARKET  
LIQUIDITY DAN MARKET RISK  
TERHADAP RETURN SAHAM PADA  
PERIODE BUBBLE**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 15 Desember 2017**

Tim Penguji:

1. Erman Denny Arfianto, S.E., M.M. (.....)
2. Drs. R. Djoko Sampurno., M.M (.....)
3. Dr. Wisnu Mawardi, S.E., M.M (.....)

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Akbar Novalul Kamal, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Analisis Pengaruh Market Liquidity dan Market Risk Terhadap Return Saham pada Periode Bubble**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan hal ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 8 Desember 2017  
Pembuat pernyataan,

Dionisius Wirawan  
NIM: 12010113130175

## **MOTTO DAN PERSEMBAHAN**

### **MOTTO**

*“ Whatever you do, work at it with all your heart, as working for the Lord, not for human masters, since you know that you will receive an inheritance from the Lord as a reward. It is the Lord Christ you are serving. “*

*(Colossians 3 : 23-24)*

*“ Saya mendengar dan saya lupa, saya melihat dan saya mengingat, saya melakukan dan saya paham “*

*(Confucius)*

### **PERSEMBAHAN**

*Skripsi ini saya persembahkan untuk Tuhan Yesus, Papa Mama saya, Hana, Audri, Nathania, serta Pak Erman yang selalu sabar dan membantu membimbing saya dalam menyelesaikan skripsi ini.*

## ABSTRACT

*Research related to the bubble condition on the stock market is quite a rare research. Liquidity has a role in bubble formation in a market but another thing to note is the risk factor. A bubble stock market can provide benefits but can also provide risks such as losses. The state of bubble that is difficult to predict makes researchers should conduct more extensive research. The purpose of this research is to analyze the influence of market liquidity and market risk upon stock return during bubble period by doing deeper research related to decomposition factors in 2007 until 2016.*

*The population in this study are companies that have a bubble or overvalued condition that is sorted by using the price earning ratio approach. Number of population that experienced bubble condition in 2007 until 2016 is as many as 125 companies. The method used in taking population amount was cross section.*

*The result of research on the decomposed market liquidity finds that illiquidity amihud, stock turnover and bid-ask spreads have a negative and insignificant effects on stock return in the bubble period. While the result of research on the decomposed market risk finds the fact that delta correlation and delta stock variation have a positive and insignificant effects on stock return in the bubble period. However, market risk decomposed into the delta market variation gives a significant and positive influences on the stock return in the bubble period.*

*Keywords: illiquidity amihud, stock turnover, bid-ask spread, beta decomposition, delta correlation, delta stock variation, and delta market variation*

## ABSTRAK

Penelitian terkait kondisi *bubble* pada pasar saham merupakan penelitian yang masih jarang dilakukan. Likuiditas memiliki peran dalam terbentuknya kondisi *bubble* dalam suatu pasar namun hal lain yang perlu diperhatikan adalah faktor resiko. Pasar saham yang *bubble* dapat memberikan keuntungan tetapi juga dapat memberikan resiko berupa kerugian. Keadaan *bubble* yang sulit untuk diprediksi membuat peneliti harus melakukan penelitian lebih luas lagi. Tujuan dari penelitian ini untuk menganalisis pengaruh dari *market liquidity* dan *market risk* terhadap *return* saham pada saat periode *bubble* dengan melakukan penelitian lebih dalam terkait faktor-faktor dekomposisinya tahun 2007 s.d. 2016.

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki kondisi *bubble* atau *overvalued* yang disortir dengan menggunakan pendekatan *price to earning ratio*. Jumlah populasi yang mengalami kondisi *bubble* pada tahun 2007 s.d. 2016 sebanyak 125 perusahaan. Metode dalam pengambilan jumlah populasi dilakukan secara *cross section*.

Hasil penelitian pada *market liquidity* yang didekomposisi menemukan fakta bahwa *illiquidity amihud*, *turnover* saham dan *bid-ask spread* memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham pada periode *bubble*. Sedangkan hasil penelitian pada *market risk* yang didekomposisi menemukan fakta bahwa *delta correlation* dan *delta stock variations* memiliki pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham pada periode *bubble*. Akan tetapi *market risk* yang didekomposisi ke dalam *delta market variations* memberikan pengaruh yang signifikan dan positif terhadap *return* saham pada periode *bubble*.

Kata kunci : *illiquidity amihud*, *turnover* saham, *bid-ask spread*, *beta* dekomposisi, *delta correlation*, *delta stock variation*, dan *delta market variation*

## **KATA PENGANTAR**

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan berkat dan kasih-Nya, sehingga penulis bisa menyelesaikan penyusunan skripsi yang berjudul “ **ANALISIS PENGARUH MARKET LIQUIDITY DAN MARKET RISK TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERIODE BUBBLE** “. Penulisan skripsi ini merupakan syarat untuk menyelesaikan program S1 (Strata 1) pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Jurusan Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini dapat selesai tidak lepas dari bantuan, dukungan, bimbingan, saran dan doa serta fasilitas dari berbagai pihak, maka pada kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan segala ucapan terima kasih atas segala dukungan, bimbingan dan bantuan kepada :

1. Bapak Dr. Suharnomo, M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan kesempatan untuk kuliah di fakultas ini.
2. Bapak Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E., selaku Ketua Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang yang telah membimbing dan membantu dalam mengurus hal-hal akademik di Manajemen.
3. Bapak Erman Denny Arfianto, S.E., M.M., selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan waktu, dukungan, fasilitas, kritik, saran,

arahan, bimbingan dan kesabaran serta motivasi dalam penyelesaian skripsi ini.

4. Bapak Idris, S.E., M.Si., selaku dosen wali yang telah memberikan arahan, dukungan serta motivasi dalam 4 tahun selama masa perkuliahan.
5. Kedua orang tua penulis, Mama Jennie dan Papa Nain yang telah memberikan kesempatan untuk mendapatkan pendidikan hingga universitas dan memberikan seluruh dukungan berupa perhatian, kasih sayang, dan dukungan akan pengerjaan skripsi ini sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan semangat.
6. Adik-adiku yang tersayang, Hana Agustina Wirawan dan Audri Meliana yang selalu memberikan dukungan, semangat dan doa selama penyelesaian skripsi ini.
7. Nathania Valentine Boentoro selaku kekasih yang selalu memberikan dukungan, doa, kritik dan saran serta semangat dalam penyelesaian skripsi ini.
8. Sahabat-sahabat di organisasi PMR (Rijal, Dila, Helmi, Gentur, Multi, Vionna, Sari, Intan, Vicky, Esti, Asiah, Kokom, Azizah, dkk) dan IKSAPALA (Alan, Rakhmadi, Fitroh, Shienny, Halim, Silfi, Retno, Laily, Beruk, Hendri, Hamid, dkk) yang telah memberikan dukungan, motivasi, doa dan semangat dalam penyelesaian skripsi ini.
9. Teman-teman organisasi di kampus HMJM (Rendy, Bimo, Prilly, Bagas, Ipul, Zeva, Nericha, Andika, Reza, Mesach, Ramli, Puspa, Sinta, Reanny, Dyah, Yudha, Ipeh, Yusuf, Ivan, Donbel, Nafi, Teresa, Mike, Andry, dkk)

yang selalu memberikan semangat, dukungan dan doa dalam penyelesaian skripsi ini.

10. Teman-teman organisasi KSPM (Yogi, Ditya, Dian, Gusti, Alfian, Yoga, Rizqin, Febri, Fara, Azzam, Hilmi, Faisar, dkk) yang memberikan dukungan dan semangat dalam penyelesaian skripsi ini.
11. Teman-teman di perkuliahan (Jonathan, Rere, Sharon, Miftah, Hendri, dkk) yang telah memberikan dukungan dan doa dalam penyelesaian skripsi ini.
12. Teman-teman bimbingan Pak Erman (Nana, Firdha, Andre, Dicky, dan Akbar) yang selalu membantu dalam penyelesaian skripsi ini.
13. Seluruh pihak yang membantu penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih atas bantuannya selama ini.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan skripsi ini, maka penulis mengharapkan akan kritik dan saran untuk membangun dan menyempurnakan penulisan skripsi ini.

Akhir kata, penulis mengharapkan penulisan skripsi ini dapat memberikan manfaat kepada semua pihak yang membacanya.

Semarang, 8 Desember 2017

Penulis

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN .....	iii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
MOTO DAN HALAMAN PERSEMBAHAN .....	v
ABSTRACT.....	vi
ABSTRAK.....	vii
KATA PENGANTAR .....	viii
DAFTAR TABEL.....	xv
DAFTAR GAMBAR .....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	12
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	14
1.3.1 Tujuan Penelitian .....	14
1.3.2 Kegunaan Penelitian .....	15
1.4 Sistematika Penulisan.....	16
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	19
2.1 Definisi .....	19
2.1.1 <i>Return</i> Saham .....	19
2.1.2 Market liquidity .....	20
2.1.2.1 Amihud Illiquidity.....	21
2.1.2.2 <i>Turnover</i> Saham.....	22
2.1.2.3 Bid-ask spread.....	23
2.1.3 Market Risk.....	23
2.1.3.1 <i>Delta Beta</i> Perusahaan .....	24

2.1.3.2	Delta Correlation .....	25
2.1.3.3	Delta Stock Variations .....	25
2.1.3.4	Delta Market Variations .....	26
2.2	Landasan Teori .....	26
2.2.1	Liquidity and Stock Return .....	26
2.2.2	Risk and Stock Return .....	27
2.2.3	Teori <i>Bubble</i> .....	28
2.2.4	Risiko pada <i>Bubble</i> .....	30
2.2.5	Penilaian Saham .....	31
2.3	Penelitian Terdahulu .....	32
2.4	Pengaruh Antar Variabel .....	39
2.4.1	Pengaruh <i>Amihud Illiquidity</i> dengan <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	39
2.4.2	Pengaruh <i>Turnover</i> dengan <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	40
2.4.3	Pengaruh <i>Bid-ask spread</i> dengan <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	40
2.4.4	Pengaruh <i>Delta Correlation</i> dengan <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	41
2.4.5	Pengaruh <i>Delta Stock Variation</i> dengan <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	41
2.4.6	Pengaruh <i>Delta Market Variation</i> dengan <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	42
2.5	Kerangka Pemikiran .....	43
2.6	Hipotesis .....	44
 BAB III METODE PENELITIAN .....		 45
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	45
3.1.1	Variabel Penelitian .....	45
3.1.2	Definisi Operasional .....	45
3.1.2.1	<i>Return Saham</i> .....	45
3.1.2.2	<i>Amihud Illiquidity</i> .....	46
3.1.2.4	<i>Turnover Saham</i> .....	46
3.1.2.5	<i>Bid-ask Spread</i> .....	46

3.1.2.6 Delta Correlation.....	47
3.1.2.7 Delta Stock Variations .....	47
3.1.2.8 <i>Delta Market Variation</i> .....	48
3.2 Populasi dan Sampel .....	50
3.2.1 Populasi.....	50
3.2.2 Sampel .....	50
3.3 Jenis dan Sumber Data .....	51
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	51
3.5 Metode Analisis.....	52
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	52
3.5.2 Uji Asumsi Klasik.....	53
3.5.2.1 Uji Normalitas.....	53
3.5.2.2 Uji Multikolonieritas .....	54
3.5.2.3 Uji Heteroskeditas .....	54
3.5.2.4 Uji Autokorelasi.....	55
3.5.3 Pengujian Hipotesis .....	56
3.5.3.1 Uji Determinasi (R <sup>2</sup> ).....	56
3.5.3.2 Uji Statistik F .....	56
3.5.3.3 Uji Statistik t .....	57
 BAB IV HASIL DAN ANALISIS.....	 58
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	58
4.2 Analisis Data .....	59
4.2.1 Analisis Deskriptif Statistik.....	59
4.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	61
4.2.2.1 Uji Multikolinieritas.....	62
4.2.2.2 Uji Autokorelasi .....	63
4.2.2.3 Uji Heteroskedastisitas.....	64
4.2.2.4 Uji Normalitas .....	65
4.2.3 Analisis Regresi Berganda.....	67
4.2.4 Uji Hipotesis .....	70

4.2.4.1 Uji Koefisien Determinasi ( <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> ) .....	70
4.2.4.2 Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F) .....	71
4.2.4.3 Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t) .....	72
4.2.5 Pembahasan .....	75
4.2.5.1 Pengaruh <i>Illiquidity Amihud</i> terhadap <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	75
4.2.5.2 Pengaruh <i>Turnover Saham</i> terhadap <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	76
4.2.5.3 Pengaruh Bid-ask Spread terhadap <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	77
4.2.5.4 Pengaruh <i>Delta Correlation</i> terhadap <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	78
4.2.5.5 Pengaruh Delta Stock Variation terhadap <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	79
4.2.5.6 Pengaruh <i>Delta Market Variation</i> terhadap <i>Return Saham</i> pada Periode <i>Bubble</i> .....	80
 BAB V PENUTUP.....	 82
5.1 Kesimpulan.....	82
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	83
5.3 Saran .....	84
5.3.1 Saran untuk Penelitian Selanjutnya .....	84
5.3.2 Saran bagi Investor .....	84
 DAFTAR PUSTAKA .....	 86

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Research Gap .....	13
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	37
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel.....	48
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif .....	59
Tabel 4.2 Uji Multikolinieritas.....	62
Tabel 4.3 Uji Autokorelasi.....	63
Tabel 4.4 Uji Glejser .....	64
Tabel 4.5 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Test .....	67
Tabel 4.6 Analisis Regresi Linier Berganda .....	68
Tabel 4.7 Uji Koefisien Determinasi ( <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> ) .....	71
Tabel 4.8 Uji Statistik F .....	72
Tabel 4.9 Uji Statistik t .....	72

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teori .....	43
Gambar 4.1 Grafik Histogram.....	65
Gambar 4.2 Normal P-Plot.....	66

## **DAFTAR LAMPIRAN**

LAMPIRAN A Data Sampel Penelitian .....	88
LAMPIRAN B Hasil Output SPSS.....	107

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Pasar modal merupakan suatu tempat yang digunakan untuk bertemu antara pihak-pihak atau orang yang memiliki dana yang berlebih atau pihak surplus dengan pihak-pihak atau orang yang memiliki kekurangan dana atau pihak defisit. Orang-orang yang memiliki dana berlebih atau pihak surplus biasa kita katakan sebagai investor. Investor dalam pasar modal Indonesia terdiri atas dua jenis yaitu investor dari dalam negeri dan investor yang berasal dari luar negeri. Investor-investor ini memiliki peran dalam perkembangan pasar modal di Indonesia serta mempengaruhi aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Setiap investor yang melakukan transaksi di BEI memiliki motif yang sama yaitu untuk mendapatkan keuntungan baik investor jangka pendek maupun jangka panjang. Tandililin (2001:4) menjelaskan bahwa tujuan utama dari setiap orang yang berinvestasi yaitu untuk mendapatkan atau menghasilkan uang. Mereka dapat memperoleh keuntungan tersebut dengan dua cara yaitu mendapatkan keuntungan yang dibagikan berupa dividen dan atau *capital gain*. Keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan akan dibagikan kepada investor dengan bentuk dividen. Jumlah dividen yang diterima investor yaitu sesuai dengan jumlah kepemilikannya akan suatu saham tersebut. *Capital gain* sendiri didapatkan dari keuntungan hasil selisih harga jual (*sell*) dan harga beli (*buy*) akan suatu saham tersebut. Namun jika harga jual saham lebih rendah dari harga beli saham maka investor tersebut akan mendapatkan *capital loss*.

Dalam melakukan investasi, investor harus dapat mengetahui tentang tentang investasi yang diambil serta nilai (*value*) dari investasi yang dilakukan. Hal ini dapat mencegah seorang investor berinvestasi pada saham yang sudah terlalu mahal dan nilainya lebih rendah dari nilai pasar. Jika investor melakukan investasi pada saham tersebut maka investor akan cenderung mendapatkan imbal hasil yang negatif atau *capital loss*. Harga saham yang sudah terlalu mahal dan jauh dari nilai fundamentalnya biasa dikatakan sebagai saham yang mengalami *bubble*. Ketika harga saham mulai berbalik arah menjadi turun maka investor akan mengalami kerugian yang cukup besar.

*Bubble* merupakan suatu fenomena yang terjadi ketika harga dari suatu saham mengalami peningkatan yang cukup tinggi dalam kurun waktu tertentu. Ketika harga saham sudah sangat tinggi dan terlalu mahal (*overvalued*), harga saham itu dapat turun dalam jangka waktu yang singkat dan kembali pada nilai fundamental atau harga wajarnya Norden dan Schaller (1993).

Dalam penelitian ini pengaruh *market liquidity* dan *market risk* terhadap *return* saham pada periode *bubble* diperluas dengan menggunakan dekomposisi. Penelitian ini memperluas faktor dari *market liquidity* dengan menggunakan variabel *amihud illiquidity*, *turnover* saham, *bid-ask spread* sedangkan *market risk* menggunakan variabel *delta beta* perusahaan yaitu: *delta correlations*, *delta stock variations*.

Allen dan Gorton (1993) mengatakan bahwa harga saham yang menjadi *bubble* dimulai ketika manajer investasi tidak bisa membedakan nilai atau *value* dari suatu saham. Dalam penelitian Allen dan Gorton, manajer investasi yang

mengelola dana investasi dibedakan menjadi 2 yaitu *good* manajer investasi dan *bad* manajer investasi. *Good* manajer investasi cenderung lebih memilih saham yang *undervalued* sehingga dapat memberikan *return* yang tinggi sedangkan *bad* manajer investasi cenderung membeli saham yang mereka tidak ketahui *value*-nya, sehingga transaksi yang mereka lakukan dapat membuat suatu saham menjadi *overvalued* dan *bubble*.

Pada saat harga saham yang *bubble* sudah mencapai puncak, manajer investasi atau investor banyak melakukan aksi jual secara bersamaan untuk mendapatkan keuntungan. Mereka yang melakukan aksi jual memiliki tujuan untuk mengamankan keuntungan mereka atau yang biasa dikenal dengan *taking profit*. Aksi jual saham yang dilakukan secara bersama-sama menyebabkan harga saham turun secara cepat dan membuat harga saham turun ke nilai fundamental atau nilai wajarnya.

Fenomena *bubble* yang terjadi memiliki dua fase dari waktu ke waktu. Norden dan Schaller (1993) menjelaskan dua fase yang ada dalam suatu *bubble* yaitu *survive (growth)* dan *collapse*. Fase pertama yaitu fase dimana *bubble* sedang bertumbuh atau biasa dikatakan fase *growth*. Pada fase ini harga dari suatu saham terus bertumbuh dan merangkak naik sehingga harga menjadi tinggi dan *overvalued*. Fase yang kedua merupakan fase *bubble* yang mulai pecah dimana harga akan turun dalam waktu yang singkat. Fase ini dapat memberikan kerugian yang tinggi pada investor yang membeli saham pada saat harga tinggi (*overvalued*) atau baru saja memiliki saham tersebut. Fase kedua ini biasa disebut dengan fase *collapse*.

Penelitian Nneji (2014) terkait likuiditas dalam pasar saham ketika *bubble* menjelaskan bahwa 9 dari 10 sektor pasar saham Amerika Serikat yang diteliti mengalami keadaan *bubble* dan likuiditas pasar memiliki hubungan yang signifikan negatif dengan guncangan pasar saham pada periode runtuhnya *bubble*. Ketika terjadi guncangan tersebut maka *return* saham pada periode tersebut mengalami penurunan. Keadaan *bubble* dalam pasar saham Amerika Serikat dilihat dari *return* bulanan setiap sektor yang mengalami peningkatan pada masa *bubble growth* yaitu sekitar 0,16% menjadi 0,38%.

Dalam keadaan pasar saham yang sedang mengalami *bubble*, likuiditas pasar merupakan faktor yang sangat penting dalam membentuk *bubble*. Hal ini tidak lepas dari peran para pelaku pasar yang membuat suatu saham menjadi sangat *liquid* ketika perdagangan terjadi. Brunnermeier dan Pedersen (2008) menjelaskan tentang *market liquidity* di mana ketika suatu aset dapat dengan mudah diperdagangkan. Kita dapat melakukan transaksi beli (*buy*) maupun jual (*sell*) suatu saham dengan mudah dan tidak menunggu waktu yang lama karena banyak orang atau investor yang bertransaksi di saham tersebut. Selain dapat melakukan transaksi *buy* dan *sell* dengan mudah, investor juga dapat membeli atau menjual dengan harga yang terdekat dari harga saham atau *last price*.

Nneji (2014) menemukan bahwa risiko likuiditas yang diukur menggunakan *amihud illiquidity* menunjukkan hubungan yang signifikan pada perubahan harga saham pada saat *bubble*. Risiko likuiditas yang dialami oleh investor terjadi pada saat mereka kesulitan untuk melakukan transaksi atas saham yang mereka miliki karena sangat sedikit pembeli atau bahkan tidak ada sama sekali. Selain itu, pada

saat perusahaan berada dalam kondisi kurang sehat dan bangkrut maka investor saham akan menjadi orang yang paling akhir dalam mendapatkan sisa-sisa pengembalian dari perusahaan, itu pun jika masih ada.

Keadaan likuiditas memiliki hubungan korelasi yang positif terhadap peningkatan harga suatu saham. Peningkatan harga saham yang terjadi karena hubungan ini akan berdampak kepada *return* yang diterima oleh investor akan suatu saham karena mereka akan mendapatkan *capital gain* dari saham tersebut. Fenomena *bubble* dalam pasar saham memberikan gambaran dimana peningkatan likuiditas memberikan *return* yang lebih tinggi dari sebelum masa *growth bubble* terjadi. Hal ini dipicu oleh likuiditas yang meningkat pada 9 dari 10 sektor yang diamati oleh Nneji (2014).

Secara umum *return* memiliki hubungan terkait dengan likuiditas seperti yang dijelaskan oleh Amihud (2002). Namun, penelitian dari Fang et. al (2006) terkait hubungan likuiditas yang diukur dengan *amihud illiquidity* dari waktu ke waktu menunjukkan tidak konsisten terhadap harga saham di Jepang. Ketidakkonsistenan ini terjadi terutama pada periode antara 1990 sampai 1999. Keadaan likuiditas yang diharapkan tidak memberikan dampak pada *return* saham di Jepang. Hirakata et. al (2016) meneliti tentang krisis keuangan yang ada di Jepang terkait *bubble* pada aset keuangan pada periode awal tahun 1990-an. Keadaan *bubble* di Jepang memberikan dampak terhadap investor-investor sehingga *return* yang mereka terima menjadi tidak stabil.

Kejadian *bubble* pada saham Dot.com menjadi suatu fenomena yang dapat kita lihat bahwa peningkatan likuiditas yang disertai dengan peningkatan *price* yang

tinggi dapat mencerminkan *growth* dari suatu *bubble*. Akibat dari peningkatan *price* saham-saham tersebut yaitu memberikan *return* yang cukup tinggi seiring dengan peningkatan harga. Akan tetapi, fenomena tersebut mendadak bisa berubah menjadi suatu krisis dimana setiap harga saham tersebut jatuh dan investor mengalami kerugian.

*Volume* dalam suatu perdagangan saham dapat meningkatkan likuiditas serta menentukan arah saham tersebut bergerak. Ketika suatu saham banyak dibeli oleh investor kecenderungan pergerakan saham tersebut akan meningkat sedangkan ketika suatu saham banyak dijual oleh investor maka kecenderungan pergerakan saham tersebut akan menurun. Brennan et. al (2012) meneliti lebih jauh tentang likuiditas dengan melihat *turnover* dari suatu saham. Jumlah *volume* beli atau jual dapat menggambarkan pergerakan dalam suatu saham. Hasil penelitian Brennan et. al (2012) mengatakan bahwa *turnover* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Dalam suatu fase *bubble* jumlah peminat akan menjadi lebih banyak pada saat masa *survive* atau *growth*. Hal ini terjadi karena banyak investor mengharapkan *return* yang tinggi pada saham yang mereka beli. Keadaan tersebut akan membuat *volume* beli naik dan akan menciptakan arah perdagangan yang naik pula. Akan tetapi pada saat fase *collapse* atau pecah banyak investor yang melakukan aksi jual saham sehingga meningkatkan *volume* jual saham dan membuat arah perdagangan yang menurun.

Menurut Atkins dan Dyl (1997) *bid-ask spread* merupakan ukuran suatu biaya yang dikeluarkan atas transaksi saham yang terjadi. Biaya transaksi yang

keluarkan oleh investor menjadi lebih rendah karena *spread* antara *bid* dan *ask* menjadi lebih kecil. Suatu hal yang kadang dibutuhkan oleh investor yaitu membeli atau menjual saham dengan sesegera mungkin sehingga *bid-ask spread* yang rendah akan menguntungkan investor. Walaupun sangat menguntungkan bagi investor akan tetapi peningkatan likuiditas dapat membuat peluang saham menjadi *bubble* lebih besar.

Amihud dan Mendelson (1986) menemukan bahwa *bid-ask spread* memiliki hubungan yang signifikan dan positif terhadap *return* saham. *Bid ask spread* pada suatu saham akan menjadi lebih kecil ketika likuiditas pada saham meningkat. Ketika harga permintaan atau *buy* tertinggi pada suatu saham memiliki jarak atau rentang yang dekat dengan penawaran atau *sell* terendah pada suatu saham menunjukkan suatu *spread* yang ada dalam suatu saham. *Spread* dari suatu saham akan meningkat ketika likuiditas pada suatu saham memburuk dan menyebabkan penurunan akan harga saham tersebut. Ketika *bid* dan *ask* pada suatu saham terpaut jauh dan harga terakhir pada saat itu mengalami atau *last price* berbeda dengan *bid* atau *ask*, maka likuiditas saham tersebut sedang dalam kondisi yang buruk.

Selain risiko likuiditas, setiap saham juga memiliki risiko pasar. Teori keuangan mengatakan bahwa semakin berisiko atau tinggi risiko suatu aset maka semakin tinggi juga *return* yang diterima. Konsep *high risk high return* sudah sering diterapkan dalam memilih aset yang akan kita ambil untuk investasi. Dalam pasar saham yang mengalami keadaan *bubble* risiko akan meningkat karena harga suatu aset sedang meningkat dalam waktu yang singkat dan menjauhi nilai fundamental mereka sehingga ada risiko saham tersebut kembali ke harga fundamentalnya.

Penelitian Murphy et. al (2016) mengatakan bahwa risiko memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap *market return* pada pasar saham periode *bubble*. Hal ini tentu saja bertentangan dengan konsep yang selama ini digunakan. Saham-saham yang berada kondisi *bubble* akan terlihat menggairahkan karena mereka terlihat lebih agresif dari waktu ke waktu. Volatilitas dari saham ini biasanya cukup tinggi sehingga dapat memberikan *return* yang besar. Namun, perlu kita ketahui bahwa suatu saat saham ini dapat bergerak turun dengan agresif juga kembali ke harga awal.

Risiko yang terjadi pada saat kita berinvestasi saham tidak dapat dihilangkan. Risiko sendiri terdiri atas dua jenis yaitu risiko sistematis dan risiko yang tidak sistematis. Risiko sistematis merupakan risiko pasar dimana semua investor dan semua pihak menerima dampak dari risiko tersebut dan tidak bisa dihindari. Sedangkan risiko tidak sistematis merupakan risiko yang terdapat pada setiap jenis perusahaan dan dapat dihindari dengan cara melakukan diversifikasi dalam pemilihan saham.

Risiko sistematis atau risiko pasar biasa dilambangkan dengan menggunakan *beta*. Pada penelitian Amihud dan Mendelson (1986) *beta* memiliki hubungan yang signifikan dan positif terhadap *return* saham. Hal ini sesuai dengan konsep korelasi antara risiko dan *return*. Namun, pada penelitian Fang et. al (2006) *beta* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *return* saham di Jepang.

Pada saat periode *bubble* risiko yang dialami akan menjadi lebih besar karena pada fase *collapse* harga saham mengalami penurunan yang tinggi. Ketika terjadi penurunan akan suatu saham yang tinggi akan membuat kerugian dari investor

saham berupa *capital loss*. Investor yang mengalami *capital loss* pada fase *bubble collapse* dapat menerima kerugian cukup besar. Kerugian ini akan mengurangi modal mereka untuk berinvestasi dan membuat *return* yang dihasilkan diakan datang akan mengalami penurunan akibat modal yang berkurang jauh.

Volatilitas dari pergerakan saham menunjukkan seberapa besar risiko yang dapat diterima dari suatu saham. Risiko yang terjadi akan semakin jelas terlihat pada saat *bubble* mulai *collapse* dan pecah. Penurunan yang terjadi bisa menjadi lebih parah karena batas bawah dari suatu saham sangat tinggi sehingga meningkatkan potensi kerugian yang terjadi pada saat *bubble collapse* atau pecah. Hal itu juga meningkatkan kerugian yang besar dalam waktu yang singkat.

Metode pendekatan resiko terhadap return pada pasar saham pada saat periode bubble memberikan hasil yang berbeda dengan teori hubungan resiko dan return. Pada penelitian Murphy et. al (2016) menunjukkan hasil bahwa market risk memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap market return pada saat periode bubble. Perbedaan tersebut kurang dapat menjawab hubungan antara resiko dan return saham tersebut karena sangat berbeda sekali dengan teori yang selama ini digunakan. Keadaan seperti ini merupakan suatu anomali hubungan yang terjadi antara resiko dan return yang diterima.

Ketika terjadi suatu anomali pada hubungan resiko sistematis terhadap *return* saham yang diterima dan pengaruh dari *beta* tidak dapat mencerminkan *return* saham maka perlu dilakukan *decomposition*. *Decomposition* dilakukan dengan tujuan mendapatkan faktor-faktor lain dari komponen pembentuk suatu variabel atau faktor turunan dari variabel tersebut. Baker et. al (2014) melakukan

penelitian terkait alasan melakukan dekomposisi pada *beta* di mana faktor dari *low beta* dapat dipengaruhi oleh faktor *micro* dan *macro*. Alasan utama pada penelitian ini adalah karena terdapat perbedaan antara hubungan *beta* dan *return* saham yang diterima. Keadaan di mana *low beta* dapat memberikan *return* saham yang besar merupakan dasar utama pendekatan lebih lanjut dilakukan. Pada tingkat dekomposisi *micro* Baker et. al (2014) melakukan penelitian *beta* dari saham tersebut.

Geppert et. al (2011) melakukan penelitian tentang risiko sistematis terkait *beta* saham. Dia melakukan *decomposition* faktor-faktor *beta* saham yang mempengaruhi keluar masuknya saham dalam indeks S&P500. Kinerja setiap perusahaan akan menjadi pertimbangan untuk memasukan saham tersebut kedalam suatu indeks. *Return* merupakan salah satu elemen yang penting dalam menentukan kinerja dari perusahaan. Dalam menentukan suatu saham dapat memasuki suatu indeks atau keluar dari indeks tersebut maka *return* dari perusahaan sangat dipertimbangkan.

Geppert et. al (2011) menggunakan derivatif *beta* untuk mengukur pengaruh antara perubahan *beta* perusahaan terhadap indeks. Derivatif *beta* yang digunakan terdiri atas tiga komponen yaitu *delta correlations*, *delta stock variations*, dan *delta market variations*. Derivatif *beta* yang digunakan untuk melihat pergerakan pasar apakah pergerakan saham searah atau tidak searah dengan pergerakan pasar. Dalam melihat pergerakan tersebut maka kita perlu menilai hubungan volatilitas saham dengan volatilitas pasar.

Derivatif *beta* merupakan turunan *beta* saham yang biasa disebut dengan *delta beta* perusahaan. *Delta beta* perusahaan terdiri atas tiga jenis komponen yaitu *delta correlations*, *delta stock variations* dan *delta market variations*. *Delta beta* perusahaan digunakan dalam menilai perubahan hubungan *return* perusahaan dan *return* indeks dari suatu saham yang terjadi. Pada periode *bubble* perubahan akan menjadi lebih sensitif terhadap setiap kejadian pada masa *growth* maupun *collapse* dalam pasar saham.

*Delta correlations* merupakan suatu perubahan hubungan yang terjadi antara perusahaan dengan indeks. *Delta correlations* merupakan salah satu unsur pembentuk dari *delta beta* perusahaan. Perubahan hubungan antara perusahaan dan indeks menjelaskan seberapa besar pengaruh dari perubahan indeks dapat mempengaruhi risiko dari perusahaan tersebut. Pollet dan Wilson (2010) menemukan bahwa rata-rata perubahan *correlation* dari saham tidak memiliki pengaruh atau negatif terhadap *return* saham pada masa yang akan datang.

*Delta stock variations* merupakan perubahan volatilitas yang terjadi atas suatu saham. perubahan volatilitas ini berkaitan dengan reaksi suatu saham akan suatu *event* yang sedang terjadi. Pada periode *bubble* volatilitas suatu saham cenderung menjadi lebih agresif dan berfluktuasi sehingga dapat mempengaruhi besarnya risiko akan suatu saham. akan tetapi, setiap saham memiliki tingkat volatilitas yang berbeda. Baillie dan DeGennaro (1990) menemukan fakta bahwa *volatility* dari suatu saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham akan tetapi pengaruhnya sangat kecil.

*Delta market variations* merupakan perubahan volatilitas yang terjadi dalam suatu pasar secara keseluruhan. Hal ini berkaitan erat dengan fluktuasi indeks akan suatu *event* yang mencakup makro. Indeks saham akan cenderung bereaksi terhadap informasi-informasi yang ada di pasar terutama saat periode *bubble* dimana informasi akan menjadi lebih sensitif dan menyebabkan perubahan volatilitas pasar dengan cepat. Dimitrio dan Simos (2011) melakukan penelitian terkait risiko dan *return* dimana risiko yang dinilai menggunakan *market variations*. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa sebagian besar negara yang mereka teliti memiliki hubungan signifikan dan positif antara risiko dan *return*.

Penelitian ini akan meneliti pengaruh *market liquidity* dan *market risk* terhadap *return* saham pada periode *bubble*. Penelitian ini memperluas faktor dari *market liquidity* dengan menggunakan variabel *amihud illiquidity*, *turnover* saham, *bid-ask spread* sedangkan *market risk* menggunakan variabel *delta beta* perusahaan yaitu: *delta correlations*, *delta stock variations*, *delta market variations* terhadap *return* saham yang mengalami *bubble*. Kondisi *bubble* yang akan diambil yaitu pada saat *bubble* muncul yaitu pada saat *growth* serai *collapse*.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Latar belakang masalah telah menjelaskan bagaimana suatu fenomena *bubble* dalam pasar saham terjadi. Harga aset atau saham yang mengalami kenaikan secara terus menerus dalam periode waktu tertentu tanpa disertai dengan peningkatan *value* atau fundamental dari suatu saham dapat mengindikasikan suatu *bubble* pada masa *growth*. Hal ini sangat menguntungkan bagi investor jangka pendek yang ingin mendapatkan *capital gain* dalam waktu yang singkat. Akan

tetapi fenomena ini juga berlanjut ke dalam masa *collapse* di mana harga aset atau saham akan jatuh dalam waktu yang singkat pula dan investor dapat mengalami kerugian jika membeli saham pada harga yang sangat mahal. Kemudian investor akan mendapatkan *capital loss* yang besar pula.

**Tabel 1.1**  
**Research Gap**

<b>Variabel Independen terhadap Return Saham periode bubble</b>	<b>Hubungan</b>	<b>Peneliti</b>
<b>Market Liquidity</b>		
1. Amihud Illiquidity	Signifikan negatif	Nneji (2014)
	Tidak Signifikan	Fang et. al (2006)
2. Turnover saham	Signifikan Positif	Brennan et. al (2012)
	Tidak Signifikan	Tariq dan Ullah (2013)
3. Bid-ask spread	Signifikan Positif	Amihud dan Mendelason (1986)
	Tidak Signifikan	Cao dan Petrasek (2014)
<b>Market Risk</b>		
1. Delta Correlation	Signifikan Positif	Geppert et. al (2011)
	Signifikan Negatif	Murphy et. al (2016)
	Tidak Signifikan	Haris dan Gurel (1986)
2. Delta Stock Variation	Signifikan Positif	Geppert et. al (2011)
	Signifikan Negatif	Murphy et. al (2016)
	Tidak Signifikan	Haris dan Gurel (1986)
3. Delta Market Variation	Signifikan Positif	Geppert et. al (2011)
	Signifikan Negatif	Murphy et. al (2016)
	Tidak Signifikan	Haris dan Gurel (1986)

Sumber : berbagai jurnal

Perbedaan return yang diterima pada saat periode normal dan bubble membuat peneliti ingin meneliti lebih jauh faktor-faktor yang dimiliki masing-masing variabel. Selain itu terdapat *research gap* yang terjadi dari penelitian-penelitian sebelumnya seperti yang ditunjukkan pada tabel 1.1. Berdasarkan latar

belakang masalah dan *research gap* di atas penulis melakukan perumusan masalah dari faktor-faktor *market liquidity* dan *market risk* pada saham-saham yang mengalami kondisi *bubble*. Maka dari itu penelitian ini merumuskan masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh illikuiditas amihud terhadap *return* saham pada periode *bubble*?
2. Bagaimana pengaruh *turnover* saham terhadap *return* saham pada periode *bubble*?
3. Bagaimana pengaruh *bid ask spread* saham terhadap *return* saham pada periode *bubble*?
4. Bagaimana pengaruh *delta correlations* terhadap *return* pada saham yang mengalami *bubble*?
5. Bagaimana pengaruh *delta stock variations* terhadap *return* pada saham yang mengalami *bubble*?
6. Bagaimana pengaruh *delta market variations* terhadap *return* pada saham yang mengalami *bubble*?

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

1. Menganalisis bagaimana pengaruh illikuiditas amihud terhadap *return* saham pada periode *bubble*.
2. Menganalisis pengaruh *turnover* saham terhadap *return* saham pada periode *bubble*.

3. Menganalisis pengaruh *bid ask spread* saham terhadap *return* saham pada periode *bubble*.
4. Menganalisis pengaruh *delta correlations* terhadap *return* saham pada periode *bubble*.
5. Menganalisis pengaruh *delta stock variations* terhadap *return* saham pada periode *bubble*.
6. Menganalisis pengaruh *delta market variations* terhadap *return* saham pada periode *bubble*.

### 1.3.2 Kegunaan Penelitian

Kegunaan-kegunaan dari penelitian tersebut sebagai berikut :

1. Teoritis

- a. Akademisi

Penelitian ini menambah ilmu terkait faktor-faktor dari *market liquidity* dan *market risk* pada *return* saham yang mengalami periode *bubble*.

- b. Bagi penelitian selanjutnya

Penelitian ini memberikan masukan terkait penelitian yang sejenis sehingga dapat dikembangkan menjadi lebih baik lagi.

2. Praktisi

- a. Investor

Penelitian ini memberikan gambaran pada investor untuk dapat memilih saham mana yang tepat untuk dapat diinvestasikan.

## **1.4 Sistematika Penulisan**

Penelitian ini disusun menjadi lima bab di mana terdiri atas : Bab Pendahuluan, Bab Telaah Pustaka, Bab Metode Penelitian, Bab Hasil Pembahasan dan yang terakhir Bab Penutup.

### **BAB I PENDAHULUAN**

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang terjadinya fenomena *bubble* pada pasar saham dan membahas tentang risiko likuiditas dan risiko pasar terhadap *return* saham pada periode *bubble*, rumusan masalah, pertanyaan-pertanyaan penelitian, kegunaan dari penelitian ini serta sistematika dari penulisan penelitian.

### **BAB II TELAAH PUSTAKA**

Bab ini menjelaskan landasan teori dan hubungan antara risiko likuiditas dan risiko pasar terhadap *return* saham yang mengalami periode *bubble* serta faktor-faktor dari risiko likuiditas dan risiko pasar yang mempengaruhinya. Teori-teori itu didapat dari hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya , kerangka pemikiran dan hipotesis-hipotesis yang akan diuji.

### **BAB III METODE PENELITIAN**

Bab ini melakukan pembahasan tentang variabel yang akan diteliti yang meliputi definisi operasional, jenis dan sumber data, penentuan sampel, metode pengumpulan data serta metode analisis yang digunakan dalam penelitian.

### **BAB IV HASIL PEMBAHASAN**

Bab ini berisi tentang gambaran umum objek penelitian, analisis data dan pembahasan dari analisis data mengenai hubungan risiko likuiditas dan risiko pasar terhadap *return* saham pada periode *bubble*.

## **BAB V PENUTUP**

Bab ini berisi mengenai kesimpulan penelitian dan saran yang diberikan untuk hasil penelitian.