

EFEKTIFITAS *FREE FLOAT* DALAM MENDONGKRAK LIKUIDITAS BURSA EFEK INDONESIA

Deuis Fitriani, Syaiful Iqbal, dan Wuryan Andayani

Universitas Brawijaya

deuisfitriani6@gmail.com; iqbal@ub.ac.id; andayani@ub.ac.id

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar di Bursa Efek Indonesia, sebagai bukti efektifitas regulasi/peraturan Nomor: Kep-0001/BEI/01-2014. Penelitian ini melibatkan sejumlah variabel kendali yang secara bersama-sama menentukan likuiditas pasar, yaitu *stock price*, *firm size*, *stock return*, *price to book value*, *earning per share*, dan *price to earnings ratio*. Analisis dilakukan terhadap data arsif yang bersumber dari idx.co.id meliputi perusahaan manufaktur yang tercatat pada periode 2014-2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free float* mempunyai pengaruh positif terhadap likuiditas pasar Bursa Efek Indonesia (BEI). Kontribusi *free float* terjadi secara bersama-sama dengan seluruh variabel kendali. Hasil ini menegaskan bahwa informasi tentang *free float* merupakan satu hal yang menjadi pertimbangan dalam keputusan investasi pasar modal, dan sekaligus menjadi bukti empiris efektifitas regulasi tersebut di atas.

Kata Kunci: *free float*, likuiditas pasar, Bursa Efek Indonesia

Abstract. This study aims to investigate the effect of free float toward market liquidity of Indonesia Stock Exchange, as effectiveness evidence in the implementation of regulation Number: Kep-0001/BEI/01-2014. This study involves a number of control variables consist of stock price, firm size, stock return, price to book value, earnings per share, and price to earnings ratio. They have determined the market liquidity simultanuosly. An analysis was carried out on the archival data sourced from idx.co.id which covering manufacturer companies that have been recorded in the period of 2014-2018. The result shows that free float has a positive influence to the liquidity of the Indonesia Stock Exchange (BEI). Free float's contribution has been occured together with all of the control variables. This result confirms that information about free float is one thing that is taken into consideration in deciding capital market investment, and becomes empirical evidence of the effectiveness of the stated regulation above.

Keywords: free float, market liquidity, Indonesia Stock Exchange

PENDAHULUAN

Free float merupakan jumlah saham beredar dan tersedia untuk diperdagangkan kepada publik, namun tidak termasuk saham yang sedang dipegang oleh investor strategis dan disimpan dalam jangka panjang dengan tujuan pengendalian (lihat Ding et al., 2016). *Free float* dipilih sebagai salah satu langkah untuk menyelesaikan masalah likuiditas yang masih dihadapi oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Pilihan tersebut tertuang dalam Peraturan No. Kep-00001/BEI/01-2014 (ketentuan V.1) yang menyebutkan bahwa jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama, paling kurang 50.000.000 (lima puluh juta) saham; dan paling kurang 7,5% (tujuh koma lima persen) dari jumlah saham dalam modal yang telah disetor.

Data perdagangan di BEI masih menampakkan masalah likuiditas pasar secara serius, baik berdasar jumlah saham likuid maupun jumlah saham tidur. Penelitian Gumiwang (2017)

menyebutkan bahwa hanya terdapat 115 saham perusahaan (emiten) yang likuid. Jika dibandingkan dengan jumlah total saham perusahaan (emiten) yang terdaftar di BEI, jumlah tersebut hanya 20% saja. Pada saat yang sama, terdapat sebanyak 48 saham perusahaan (emiten) yang berstatus saham tidur. Menurut Meilina (2016), masalah likuiditas pada suatu pasar modal dinyatakan selesai jika bursa mempunyai minimal 80% dari jumlah total saham perusahaan (emiten) yang diperdagangkan secara likuid. Oleh karena itu BEI mengimplementasikan regulasi tentang *free float* dengan tujuan meningkatkan likuiditas pasar.

Penelitian-penelitian terdahulu tentang pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar telah dilakukan oleh sejumlah peneliti pada sejumlah bursa efek, seperti *Hang Seng* (Chan et al., 2004), *Istanbul Stock Exchange* (Bostanci & Kilic, 2010; Çalişkan & Kerestecioğlu, 2013), *London Stock Exchange* (El-Nader, 2018), dan beberapa bursa di dunia (Ding et al., 2016). Penelitian Chan et al. (2004) menguji hubungan *free float* dan likuiditas pasar atas intervensi pemerintah Hong Kong pada Agustus 1998. Hasilnya menunjukkan bahwa saham pengendali relatif mengalami peningkatan harga pada 33 komponen indeks saham Hang Seng yang dibeli oleh pemerintah. Namun demikian, tidak terbukti terdapat hubungan antara dampak perubahan harga dan besar kepemilikan pemerintah (penurunan *free float*). Hasil sebaliknya diperoleh penelitian Bostanci dan Kilic (2010) ketika menguji pengaruh *free float* terhadap stock return, volatilitas dan likuiditas dengan seting *Istanbul Stock Exchange* pada tahun 2007. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa penghargaan pasar semakin tinggi terhadap saham dengan floating ratio tinggi.

Penelitian Çalişkan dan Kerestecioğlu (2013) menguji pengaruh *free float* terhadap rata-rata harian return saham, volatilitas harga saham dan aktivitas transaksi di *Istanbul Stock Exchange*. Senada dengan temuan Bostanci dan Kilic (2010), mereka mendapatkan bahwa *free float* yang lebih tinggi berpengaruh kepada price return yang lebih tinggi, volatilitas harga lebih rendah, dan peningkatan likuiditas. El-Nader (2018) menguji hubungan antara *free float* dan likuiditas pasar di pasar saham Inggris selama periode 2002 s.d 2016. Hasilnya menunjukkan bahwa saham dengan *free float* yang tinggi berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat likuiditas, terlepas dari ukuran likuiditas yang digunakan. Hasil ini tetap konsisten ketika mereka mengendalikan karakteristik perusahaan. Ding et al. (2016) menguji hubungan antara *free float* dan likuiditas pasar saham di beberapa bagian wilayah dunia. Hasilnya menunjukkan bahwa saham dengan *free float* lebih tinggi memiliki likuiditas yang lebih tinggi. Hasil ini tampak di semua wilayah, tanpa melibatkan pertimbangan tingkat perkembangan ekonomi ataupun letak geografis.

Walaupun penelitian-penelitian di atas menyatakan terdapat pengaruh *free float* terhadap peningkatan likuiditas pasar modal, namun belum terdapat penelitian empiris yang menunjukkan efektifitas kebijakan BEI tentang *free float* melalui peraturan tersebut di atas. Penelitian ini bermaksud menyajikan bukti melalui sebuah investigasi pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar yang terjadi di BEI. Dalam investigasi ini, peneliti juga melibatkan sejumlah variabel independen yang berperan sebagai pengendali, yaitu stock price (SP), firm size (SIZE), stock return (SR), price to book value (PBV), earning per share (EPS), dan price to earnings ratio (PER).

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi informasi tentang pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar di BEI dalam tiga hal. Pertama, BEI dapat menjadikannya sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan pasar modal yang berdampak perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien, khususnya yang terkait dengan kebijakan pembatasan jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama. Kedua, bagi perusahaan emiten, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi informasi ketika memutuskan kebijakan perusahaan terutama dalam memutuskan rasio *free float* atas saham yang tercatat di BEI. Terakhir, hasil penelitian ini dapat menjadi gambaran protret riil bagi investor pergerakan harga saham, karena sebenarnya saham yang dikuasai pengendali tidak aktif diperdagangkan.

Selain itu, hasil penelitian ini juga mengkonfirmasi konsistensi teori agensi (*agency theory*) dalam bentuk bukti terdapat pengaruh struktur kepemilikan saham pada suatu perusahaan terhadap tingkat likuiditas pasar. *Free float* diharapkan mampu menurunkan asimetri informasi yang timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dibanding pihak eksternal perusahaan maupun ketika pemegang saham mayoritas melakukan *controlling shareholder* yang pada akhirnya mengurangi likuiditas (Heflin & Shaw, 2000). Temuan penelitian ini diharapkan mampu memperkuat argumen hubungan timbal balik antara *free float* dengan likuiditas pasar. Dengan demikian, semakin tinggi *free float* mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas pasar semakin tinggi.

Bagian selanjutnya akan menjelaskan kajian teori dan rumusan hipotesis, metode penelitian, hasil analisis data dan pengujian hipotesis, dan diakhiri dengan pernyataan kesimpulan.

KAJIAN TEORI

Agency Theory. Teori *Agency* menyatakan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika satu atau lebih individu yang disebut sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain (yang disebut sebagai agen) untuk melakukan sejumlah jasa, dan prinsipal mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut (Brigham & Houston, 2010). Teori ini dibangun dari fakta bahwa terdapat asimetri informasi antara manajer (agen) dengan pemegang saham (prinsipal) dalam konteks *adverse selection* dan *moral hazard*.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997), masalah utama *agency* bukan hanya masalah keagenan antara pemegang saham (*principal*) dengan manajer (*agent*) saja, namun juga antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. La Porta *et al.* (1999) juga menyatakan bahwa sebagian besar masalah keagenan adalah antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas dimana muncul upaya-upaya dari pemegang saham mayoritas untuk mengeksploitasi pemegang saham minoritas dengan menyedot sumber daya ekonomi perusahaan (Johnson *et al.*, 2000). Asimetri informasi antara prinsipal dan agen dikenal sebagai masalah keagenan model-I, dan asimetri informasi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas disebut masalah keagenan model-II.

Likuiditas Pasar. Likuiditas dalam perdagangan saham adalah kemudahan penjualan aset tanpa perubahan drastis dalam harga jual sebagai hasil (Jones, 2014). Untuk mengetahui likuiditas pasar, dapat dilakukan pengukuran, yaitu pengukuran satu dimensi dan multi dimensi. Perbedaan antara keduanya terletak pada jumlah variabel yang terlibat. Pengukuran likuiditas satu dimensi hanya memperhitungkan satu variabel, sedangkan pengukuran multi dimensi dilakukan dengan perhitungan menggunakan beberapa variabel yang berbeda (Wyss, 2004).

Wyss (2004) menjelaskan lebih lanjut bahwa likuiditas satu dimensi dapat dibagi menjadi empat yaitu sebagai berikut: ukuran perusahaan, volume transaksi, waktu, dan spread. Adapun likuiditas multi dimensi berbentuk rasio antar variabel yang terlibat. Beberapa contoh rasio yang menjadi ukuran multi dimensi likuiditas pasar adalah sebagai berikut:

- *Amihud's Illiquidity Ratio (ILLIQ)*. Rasio ini merupakan rasio likuiditas terbalik untuk mengukur dampak harga dari likuiditas. Dalam rasio ini, perubahan harga mutlak dibandingkan dengan nilai *turnover* transaksi (lihat Amihud, 2002).

$$ILLIQ = \frac{|r_t|}{Tn_t} \quad (1)$$

- *Amivest*. Rasio likuiditas ini digunakan untuk mengukur volume perdagangan yang terkait dengan perubahan satuan harga saham. Rasio amivest dikenal sebagai rasio yang menangkap konsep bahwa pasar ditandai oleh dimensi *depth* dan *resiliency*. Rasio amivest membandingkan nilai *turnover* transaksi dengan perubahan harga absolut dalam jangka waktu tertentu. Semakin tinggi nilai *turnover* transaksi, semakin banyak perubahan harga yang dapat diserap pasar. Jika *return on stock* dalam interval waktu tertentu adalah nol maka hasil pengukurannya dianggap bernilai nol (Amihud *et al.*, 1997; Berkman & Eleswarapu, 1998).

$$Amivest = \frac{Tn_t}{|r_t|} \quad (2)$$

Sajauh ini tidak terdapat penelitian yang menandingkan dan menyimpulkan satu di antara kedua rasio yang lebih baik dari yang lain. Namun rasio Amivest mempunyai keunggulan dalam hal ia berkaitan langsung dengan volume transaksi dan mengambil konsep bahwa pasar ditandai oleh dimensi *depth* dan *resiliency* pada model pengukuran satu dimensi.

Free Float. Çalişkan dan Kerestecioğlu (2013) mendefinisikan *free float* sebagai jumlah saham beredar dikurangi saham yang dibatasi dari perdagangan atau saham yang dipegang oleh perusahaan induk untuk mengendalikan anak perusahaan, kepemilikan silang antar perusahaan, dan saham yang dipegang oleh pemerintah. Menurut Ding *et al.* (2016), *free float* merupakan saham yang beredar tidak termasuk kepemilikan oleh manajemen, pemerintah, perusahaan lain, serta investor strategis lainnya. Dengan kata lain, *free float* yaitu saham yang diterbitkan untuk investor dan institusi biasa. Sedangkan menurut El-Nader (2018), *free float* merupakan total saham yang tersedia diperdagangkan untuk publik.

BEI mendefinisikan *free float* sebagai jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dan bukan pemegang saham utama atau saham yang beredar di publik. Berdasarkan ketentuan V.1 Peraturan BEI Nomor I- A disebutkan bahwa “jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama adalah paling kurang 50.000.000 (lima puluh juta) saham dan paling kurang 7,5% (tujuh koma lima per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor”.

Kapitalisasi pasar dengan jumlah *free float* yang memadai mencerminkan perdagangan dan likuiditas pasar yang baik dimana transparansi informasi terkait struktur kepemilikan saham oleh perusahaan diperlukan untuk dapat mengimplementasikan *free float* di pasar. Dalam kondisi pasar yang memiliki nilai kapitalisasi pasar yang cukup tinggi dengan rendahnya *free float* dapat menimbulkan kecenderungan terhadap volatilitas dan manipulasi harga pada saham-saham yang tidak likuid khususnya bagi perusahaan yang memiliki komposisi kepemilikan saham pendiri yang besar. Rendahnya *free float* juga dapat menimbulkan manipulasi harga saham jika terdapat kelompok investor atau spekulasi pasar yang menggerakkan harga saham dan menyebabkan investor kecil membayar kerugian yang tinggi (Biswal, 2003).

Perusahaan dengan kepemilikan yang luas lebih *likuid* daripada perusahaan keluarga atau perusahaan lain yang dikontrol oleh beberapa pemegang saham. Apabila jumlah saham beredar di pasar semakin menurun maka frekuensi transaksi dan informasi pasar yang tersedia juga menurun yang pada akhirnya menurunkan likuiditas (Ginglinger & Hamon, 2012).

Free Float dan Likuiditas Pasar. Adverse selection dan moral hazard dalam Teori *Agency* akan berefek buruk pada kinerja dan fungsi pasar modal (Aggarwal & Samwick, 2006). Sebagai satu upaya untuk menghindari asimetri informasi atau masalah keagenan model-II, struktur kepemilikan

saham dapat dipertimbangkan, misalnya perusahaan menentukan jumlah kepemilikan saham publik atau dikenal dengan istilah *free float*. Dalam banyak studi, *Free float* dirasa mampu menarik perhatian investor (Chan *et al.*, 2004; Bostanci & Kilic, 2010; Çalışkan & Kerestecioğlu, 2013; dan El-Nader, 2018), dan beberapa bursa di dunia (Ding *et al.*, 2016). Semakin tinggi penetapan *free float* maka semakin tinggi nilai kapitalisasi pasar suatu perusahaan yang kemudian dapat membuat saham perusahaan menjadi lebih likuid.

Secara teknis, kebijakan *free float* secara langsung akan merubah struktur kepemilikan saham perusahaan. Perusahaan dengan *free float* yang tinggi akan menciptakan aktivitas perdagangan yang elastis, karena ketika portofolio investasi lebih sering diubah, biaya transaksi berkurang, dan akibatnya likuiditas meningkat (Demsetz, 1968; Merton, 1987). *Free float* juga dapat mencegah tindakan monopoli oleh pemegang saham mayoritas. Hal ini disebabkan karena adanya *adverse selection* yang menunjukkan bahwa ketika manajemen memiliki informasi yang unggul dalam suatu perusahaan, asimetri informasi akan muncul, yang kemudian mengurangi likuiditas (Glosten & Milgrom, 1985; Kyle, 1985). Dengan demikian, kebijakan *free float* akan berdampak pada likuiditas. Likuiditas merupakan subjek yang sangat penting di pasar modal. Penelitian Wahyudi dan Prawesti (2006) mengemukakan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah dengan mengobservasi struktur kepemilikan sahamnya.

Heflin dan Shaw (2000) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan yang lebih terkonsentrasi berpotensi mengalami asimetri informasi yang pada gilirannya mengurangi likuiditas. Akan tetapi, dengan *free float* investor strategis yang memiliki informasi unggul tentang suatu perusahaan, akan memberikan lebih banyak saham kepada investor biasa sehingga mengurangi masalah asimetri informasi. Hal ini juga telah dibuktikan dengan lebih banyaknya penelitian seperti penelitian Bostanci dan Kilic (2010), Çalışkan dan Kerestecioğlu (2013), Ding *et al.* (2016), dan El-Nader (2018) yang mendukung adanya hubungan positif antara *free float* dan likuiditas pasar, dibandingkan dengan penelitian yang menunjukkan hasil yang tidak berhubungan positif seperti penelitian Chan *et al.* (2004). Hal ini karena *free float* berpengaruh kepada nilai *price return* yang lebih tinggi, volatilitas harga lebih rendah dan peningkatan aktivitas transaksi atau likuiditas.

Berdasarkan penjelasan teoretis dan hasil penelitian-penelitian terdahulu, penelitian ini memprediksikan akan terjadi pengaruh positif antara *free float* dan likuiditas pasar di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu hipotesis tunggal penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Free float berpengaruh positif terhadap likuiditas pasar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini, selain variabel *free float*, juga melibatkan rasio keuangan relevan lainnya. Secara empiris, variabel *free float* bukan satu-satunya variabel yang mempengaruhi likuiditas pasar. Ia bekerja bersama-sama variabel-variabel lainnya dalam mendorong atau menarik posisi likuiditas pasar. Penelitian ini menempatkan variabel-variabel itu sebagai variabel pengendali.

Stok Price. Harga saham (*stock price*) adalah harga yang terbentuk di bursa efek serta setiap saat mengalami perubahan. Perubahan harga saham terjadi akibat perubahan *supply* dan *demand* di bursa efek. Harga saham yang muncul menggambarkan cerminan dari nilai suatu perusahaan serta menjadi alat ukur kinerja perusahaan sebagai penentu *return* dan *risk* dimasa mendatang (Darmadji & Fakhrudin, 2011). Penelitian ini mem-*proxy*-kan harga saham dengan cara menghitung rata-rata harga penutupan selama beberapa hari (-15 hingga -6 sebelum hari pengumuman penerbitan laporan keuangan tahunan) (Amihud, Mendelson, & Uno, 1999).

Harga saham sangat fluktuatif, karena dipengaruhi oleh berbagai faktor, yaitu: (a) kebijakan moneter pemerintah; (b) faktor kinerja perusahaan; dan (c) faktor teknis. Selain itu, fluktuasi harga

saham juga terjadi pada satu waktu tertentu terkait prospek perusahaan yang mengalami perubahan kondisi dan informasi baru yang diperoleh oleh investor (Brigham & Houston, 2010).

Firm Size. Rochimawati (2012) mengemukakan bahwa *firm size* adalah sebuah skala yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Indikator *firm size* mewakili nilai buku perusahaan, nilai pasar perusahaan, jumlah pegawai, total aset, dan total penjualan (Al-Khazali & Zoubi, 2005). Penelitian ini mem-proxy-kan *firm size* dengan cara log natural total aset. Total aset dijadikan indikator mengukur *firm size*. Hal tersebut karena kekayaan dan sumber daya perusahaan tercermin dari seberapa besar asetnya (Rochimawati, 2012). Beberapa penelitian terdahulu yang menguji hubungan antara *firm size* dengan likuiditas membuktikan bahwa likuiditas perusahaan menurun sebanding dengan semakin kecilnya perusahaan (Fazzari *et al.*, 1988).

Stock Return. *Stock return* adalah jumlah keuntungan dan kerugian investasi selama jangka waktu tertentu yang biasanya diukur sebagai perubahan nilai ditambah dengan uang yang dialokasikan selama periode tertentu serta dinyatakan dalam persentase dari nilai investasi awal (Gitman & Zutter, 2015).

Terdapat hubungan positif yang signifikan antara *quoted bid-ask spreads* terhadap *stock return* dimana risiko tersebut telah disesuaikan dengan risiko pasar yang ada (Amihud & Mendelson, 1986). Nilai *bid-ask spread* efektif dapat digunakan sebagai langkah untuk mengukur likuiditas yang diambil berdasarkan data *quoted bid-ask spread* dan harga transaksi (Chalmers & Kadlec, 1998). Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara likuiditas dan *stock return*. Nilai *bid-ask spread* efektif didapatkan dari perbandingan absolut antara titik tengah *quoted bid-ask spreads* dan harga transaksi jual beli yang terjadi. Secara matematis, rumus untuk menghitung *stock return* adalah sebagai berikut (Brigham & Houston, 2010):

$$\text{Stock return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (3)$$

Keterangan:

P_t = Harga penutupan hari t

P_{t-1} = Harga penutupan hari t-1

Price to Book Value (PBV). *Price to Book Value* (PBV) memegang peran penting sebagai suatu pertimbangan bagi investor dalam memilih saham yang akan dibeli serta dapat dijadikan sebagai indikator harga saham (Ahmed & Nanda, 2001). Keberadaan PBV bagi investor dapat dijadikan alat dalam memutuskan strategi investasi, karena melalui PBV investor dapat memprediksi saham-saham yang *overvalued* atau *undervalued* (Putri, 2016). PBV berperan dalam mengukur nilai oleh pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan. Harga saham yang relatif tinggi bisa menjadi salah satu sinyal bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan dan mempunyai prospek yang baik di masa depan (Brigham & Houston, 2010).

Rasio PBV perusahaan di Indonesia sangat bervariasi, terlihat dari salah satu jenis indeks yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu indeks LQ-45. Indeks LQ-45 merupakan 45 perusahaan dengan likuiditas tinggi, yang dipilih melalui beberapa kriteria pemilihan. Bervariasinya rasio PBV dikarenakan tingkat persepsi pasar terhadap prospek masa depan perusahaan. Rasio ini mencerminkan seberapa besar pasar memperhitungkan nilai buku perusahaan sehingga perubahan harga saham akan turut memengaruhi perubahan nilai PBV (Sambora *et al.*, 2014). Secara matematis, rumus untuk menghitung PBV adalah sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}} \quad (4)$$

Earnings per Share (EPS). Investor dalam melakukan investasi di pasar modal membutuhkan ketelitian dalam pengambilan keputusan yang berhubungan dengan saham. Penilaian saham secara akurat dapat meminimalkan risiko agar tidak salah dalam pengambilan keputusan. Investor perlu mempelajari kondisi keuangan perusahaan untuk pengambilan keputusan dalam melakukan investasi saham. Untuk mengevaluasi kondisi keuangan perusahaan, investor dapat melakukannya dengan menghitung rasio keuangan perusahaan yaitu *Earnings per Share* (EPS).

EPS berguna untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam memperoleh keuntungan bagi pemegang saham (Kasmir, 2012). Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2011), semakin tinggi nilai EPS maka semakin besar laba sehingga mengakibatkan harga pasar saham naik karena permintaan dan penawaran meningkat. EPS menampilkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba dan mendistribusikan laba kepada pemegang saham. EPS bisa menjadi indikator tingkat nilai perusahaan serta salah satu cara untuk mengukur keberhasilan dalam mencapai keuntungan bagi para pemilik saham dalam perusahaan. Secara matematis, rumus untuk menghitung EPS adalah sebagai berikut (Brigham & Houston, 2010):

$$EPS = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{Number of shares}} \quad (5)$$

Price Earnings Ratio (PER). *Price earnings ratio* (PER) adalah rasio yang mengukur tentang bagaimana investor menilai prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang, dan tercermin pada harga saham yang sanggup dibayar oleh investor bagi setiap rupiah laba yang diperoleh perusahaan (Sudana, 2009). PER digunakan untuk menilai murah atau mahal sebuah saham, semakin rendah nilai PER sebuah saham maka semakin baik atau murah harganya untuk diinvestasikan. Kinerja per lembar saham yang semakin baik akan berakibat terhadap investor untuk membeli saham tersebut (Arifin, 2004). Jadi semakin kecil nilai *price earnings ratio* maka semakin murah saham tersebut untuk dibeli dan semakin baik pula kinerja per lembar saham dalam menghasilkan laba bagi perusahaan. Secara matematis, rumus untuk menghitung PER adalah sebagai berikut (Tandelillin, 2010):

$$PER = \frac{\text{Price per share}}{\text{Earning per share}} \quad (6)$$

METODE

Jenis Penelitian. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menguji hubungan kausal antara variabel independen (*free float*) dan variabel dependen (likuiditas pasar). Terdapat sejumlah variabel independen lain yang berperan sebagai pengendali, yaitu *stock price*, *firm size*, *stock return*, *price to book value*, *earning per share*, dan *price to earnings ratio*. Data kuantitatif diperoleh dari BEI melalui url www.idx.co.id. Hubungan kausal antar variabel diformulasikan dalam bentuk rumusan hipotesis, yang selanjutnya diuji berdasar data empiris.

Populasi dan Sampel. Seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI menjadi populasi penelitian. Adapun sampel ditentukan menggunakan teknik purposif dengan kriteria perusahaan hanya menerbitkan satu seri saham dan tidak pernah delisting dalam durasi 2014-2018. Kriteria ini

membawa peneliti kepada sebanyak 350 tahun-perusahaan amatan. Selanjutnya seluruh data dikumpulkan dan dianalisis dalam rangka untuk menentukan signifikansi hubungan kausal antara variabel independen-dependen.

Pengukuran Variabel. Berikut adalah persamaan regresi berganda yang digunakan dalam analisis:

$$LIQ = \alpha + \beta_1 FF + \beta_2 PRICE + \beta_3 SIZE + \beta_4 RETURN + \beta_5 PBV + \beta_6 EPS + \beta_7 PER + \varepsilon \quad (7)$$

Keterangan variabel:

LIQ = Likuiditas pasar

FF = *Free Float*

PRICE = rata-rata harga penutupan perdagangan saham

SIZE = ukuran perusahaan sesuai besaran aset total perusahaan.

RETURN = *Stock Return*

PBV = *Price to Book Value*

EPS = *Earnings per Share*

PER = *Price Earnings Ratio*

Semua variabel tersebut diukur dengan berdasar kepada referensi tertentu seperti dibahas pada bagian kajian teori. Namun demikian, perhitungan-perhitungan rasio-rasio pengukuran variabel penelitian dapat disajikan kembali dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 1. Pengukuran variabel

No	Variabel	Pengukuran	Referensi
1	Likuiditas Pasar	Likuiditas pasar merupakan rasio antara $\frac{Tn_t}{ r_t }$	Amihud <i>et al.</i> (1997)
2	<i>Free float</i>	$\frac{\text{jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham uti}}{\text{jumlah saham dalam modal disetor}}$	Çalışkan & Kerestecioglu (2013)
3	<i>Stock price</i>	rata – rata harga penutupan selama beberapa hari (-15 hingga 6 sebelum hari pengumuman penerbitan laporan keuangan tahunan)	Amihud <i>et al.</i> (1999)
4	<i>Size</i>	<i>Total Assets</i>	Rochimawati (2012)
5	<i>Stock return</i>	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Brigham & Houston (2010)
6	<i>PBV</i>	$\frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$	Brigham & Houston (2010)
7	<i>EPS</i>	$\frac{\text{Earning after tax}}{\text{Number of shares}}$	Brigham & Houston (2010)
8	<i>PER</i>	$\frac{\text{Price per share}}{\text{Earning per share}}$	Tandelillin (2010)

Analisis Data. Data yang diperoleh dideskripsikan terlebih dahulu dengan tujuan untuk memperoleh gambaran atau deskripsi setiap variabel penelitian. Data deskriptif menciptakan gambaran umum kecenderungan hasil penelitian. Statistik nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi. Selanjutnya, atas model regresi berganda dilakukan uji asumsi klasik (uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heterokedastisitas). Pengujian hipotesis penelitian disandarkan kepada hasil regresi berganda sesuai dengan model tersebut di atas. Dasar pengambilan keputusan pengujian hipotesis ditetapkan (lihat Hartono, 2010): (1) tingkat keyakinan ditetapkan sebesar 95% ($\alpha = 5\%$); (2) jika $p\text{-value} > 5\%$ maka H_0 diterima; dan (3) jika $p\text{-value} \leq 5\%$ maka H_0 ditolak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif. Data deskriptif dari sampel yang berjumlah 350 tahun-perusahaan disajikan pada tabel 2. Dalam tabel tersebut terlihat bahwa angka liquiditas (*LIQ*) di BEI sangat kecil (0,00 – 0,19) dengan deviasi 0,016. Angka ini bermakna bahwa tingkat perputaran atau perdagangan saham di BEI masih tergolong sangat rendah, rata-rata hanya 0,4%. Pada baris berikutnya, data *free float* juga menunjukkan pola yang identik dengan data liquiditas, yaitu antara 0,00 dan 0,67 dengan deviasi standar 0,15. Jika dicermati, sungguh terasa bahwa ketika angka *free float* berada pada posisi minimum maka angka liquiditas juga kecil, dan ketika *free float* beranjak naik menuju maksimum maka angka liquiditas juga meningkat, walaupun dengan percepatan yang berbeda. Namun untuk memperoleh keyakinan bahwa *free float* mempengaruhi liquiditas pasar di BEI masih perlu dilakukan pengujian hipotesis.

Tabel statistik deskriptif juga menunjukkan bahwa nilai rata-rata *free float* berada pada rasio lebih dari 21% (0,2129). Nilai tersebut menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia telah menjalankan ketentuan mengenai jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama paling kurang 7,5% dari jumlah saham dalam modal disetor yakni rata-rata sebesar 21,29%. Artinya perusahaan telah menjalankan ketentuan yang tertera dalam peraturan Nomor: Kep-0001/BEI/01-2014. Dengan demikian, data ini dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	n	Min	Max	Rata-rata	SD
<i>LIQ</i>	350	,00	,19	,0040	,016
<i>FF</i>	350	,00	,67	,2129	,15
<i>SP</i>	350	48,00	79.600,00	3624,74	9258,72
<i>SIZE</i>	350	10,99	14,54	13,12	13,58
<i>SR</i>	350	-,81	34,00	,2275	1,94
<i>PBV</i>	350	-35,50	82,44	3,10	8,64
<i>EPS</i>	350	-316,49	17.635,90	316,87	1.169,66
<i>PER</i>	350	-7.494,10	20.475,00	66,88	1.179,84
<i>Valid n</i>	350				

Data deskriptif atas variabel independen lainnya (variabel pengendali) juga dijelaskan tabel 2, yaitu data minimum, maksimum, rata-rata, dan deviasi standar variabel *Stock Price* (SP), *Size* (SIZE), *Stock Return* (SR), *Price to Book Value* (PBV), *Earnings per Share* (EPS), dan *Price to Earnings Ratio* (PER). Atas semua variabel pengendali dapat disebutkan mempunyai pola yang serupa dengan pola *free float* dan likuiditas pasar BEI. Sekali lagi, kesamaan pola ini dapat menjadi indikasi hubungan kausal antara variabel pengendali dan variabel independen. Secara keseluruhan data deskriptif variabel pengendali dijelaskan sebagai berikut:

- *Stock price* (SP) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 3.624,74 yang dapat berarti bahwa rata-rata seluruh perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki harga saham yang cukup ideal dan masih terjangkau.
- *SIZE* menunjukkan bahwa secara rata-rata seluruh perusahaan manufaktur di Indonesia masuk dalam skala perusahaan besar karena mempunyai nilai total aset lebih dari 250 M rupiah.
- *Stock Return* (SR) mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,2275. Nilai tersebut menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia menawarkan *return* saham masih dalam kategori wajar yaitu sebesar 22,75%. *Return* saham biasa tersebar pada kisaran antara 15% - 25% per tahun.
- *Price to Book Value* (PBV) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 3,0949. Ini berarti bahwa pasar menghargai saham perusahaan manufaktur di Indonesia 3,0949 kali lipat dari harga sebenarnya.
- *Earnings per Share* (EPS) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 316,8675. Nilai tersebut tidak dapat digunakan untuk menilai harga saham wajar atau tidak. Untuk menilai harga wajar saham perlu dikombinasikan dengan *Price earnings Ratio* (PER).
- *Price earnings Ratio* (PER) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 66,8748. Semakin tinggi PER memberikan indikasi persentase kenaikan harga saham lebih besar dibanding persentase kenaikan laba per lembar saham.

Pengujian Hipotesis. Penelitian ini fokus pada pengujian pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar di BEI. Oleh karena itu hipotesis yang dirumuskan menyatakan bahwa *free float* berpengaruh positif terhadap likuiditas pasar di Bursa Efek Indonesia. Ulasan pada bagian statistik deskriptif mengindikasikan pengaruh tersebut nyata dan berarah positif. Kebenaran indikasi tersebut diuji dengan menggunakan data dan alat statistik.

Tabel 3. Hasil Regresi

Variabel	Adj R ²	Beta	t	Sig.	Keterangan
Konstanta	0,46	-11908	-6,647	0,000	
FF		1,852	3,237	0,001	Signifikan
SP		-0,444	-1,98	0,975	Tidak
SIZE		0,277	3,872	0,000	Signifikan
SR		-1,071	-7,403	0,999	Tidak
PBV		0,721	3,401	0,000	Signifikan
EPS		-0,001	-0,176	0,570	Tidak
PER		-0,001	-0,145	0,442	Tidak

Variabel Dependen: Likuiditas Pasar (*LIQ*)

Tabel 3 menyajikan hasil model regresi berganda. Kolom pertama menyajikan semua variabel yang terlibat dalam persamaan regresi termasuk konstanta dengan $adj-R^2$ sebesar 0,46 (kolom ke-dua). Koefisien regresi masing-masing variabel (β) disajikan pada kolom ke-tiga. Kolom ke-empat dan ke-lima masing-masing menyajikan nilai statistik “t” dan p -value atau tingkat signifikansi masing-masing β setiap variabel independen. Adapun kolom terakhir merupakan keterangan atas setiap nilai signifikansi.

Angka $adj-R^2$ sebesar 0,46 menunjukkan bahwa semua variabel independen (secara simultan) memberikan kontribusi pengaruh kepada variabel *free float* sebesar 46%, dan 54% lainnya dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang tidak terdapat di dalam penelitian ini. Hal ini berarti bahwa pilihan variabel independen yang digunakan dalam analisis regresi bersifat tepat. Namun demikian ketepatan tersebut perlu dikonfirmasi dengan tingkat signifikansi (p -value) koefisien regresi (β) setiap variabel independen.

Variabel FF mempunyai β sebesar 1,852 dengan p -value lebih kecil dari 0,05 (yaitu 0,001). Koefisien β tersebut mempunyai makna bahwa *free float* mempengaruhi likuiditas pasar BEI dengan arah positif. Setiap terjadi kenaikan *free float* sebesar satu poin akan mendorong kenaikan likuiditas pasar sebesar 1,852 poin. Pun demikian sebaliknya, setiap angka *free float* menurun sebesar satu poin akan menurunkan tingkat likuiditas pasar sebesar 1,852 poin. Pengaruh positif yang terjadi pada kedua variabel tersebut bersifat signifikan, yang ditunjukkan oleh p -value sebesar 0,001 ($< 0,005$). Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa hipotesis penelitian ini diterima.

Variabel independen lainnya yang mempengaruhi likuiditas pasar di BEI adalah SIZE dan PBV. Kedua variabel mempunyai koefisien regresi (β) lebih kecil dari milik FF, yaitu hanya 0,277 dan 0,721, namun keduanya juga berarah positif dan signifikan (p -value = 0,000; jauh lebih kecil dari 0,05). Artinya perubahan ukuran perusahaan (SIZE) sebesar satu poin hanya akan mendorong peningkatan likuiditas pasar di BEI sebesar 0,277; dan setiap kenaikan satu poin rasio *Price to Book Value* hanya akan meningkatkan likuiditas pasar di BEI sebesar 0,721 poin. Keduanya jauh lebih rendah dari pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar di BEI.

Sedangkan variabel independen SP, SR, EPS, dan PER dapat dinyatakan tidak mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasar di BEI. Tingkat signifikansi semua variabel tersebut lebih besar dari 0,05, yang berarti pengaruh mereka terhadap likuiditas pasar di BEI tidak signifikan. Oleh karena pengaruh tersebut tidak signifikan maka sama dengan tidak berpengaruh.

Pembahasan. Hasil pengujian dengan menggunakan regresi di atas menjelaskan secara empiris tentang pengaruh *free float* terhadap likuiditas pasar di BEI. Terdapat dua hal yang menjadi perhatian. Pertama bahwa *free float* benar-benar mempengaruhi likuiditas pasar di BEI. Dan kedua, pengaruh tersebut berarah positif. Poin pertama menjadi bukti nyata yang menunjukkan, untuk keseluruhan perusahaan di Indonesia, jika *free float* ditetapkan semakin tinggi, yang berarti semakin tinggi porsi kepemilikan saham publik selain kepemilikan oleh pemegang saham pengendali dan pemegang saham utama, maka calon investor semakin cenderung memilih keputusan untuk melakukan investasi saham tersebut. Adapun arah pengaruh yang positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi rasio *free float* maka semakin tinggi pula aktivitas perdagangan atau likuiditas pasar di BEI, dan semakin rendah *free float* maka semakin rendah likuiditas pasar di BEI.

Hasil penelitian ini selaras dengan teori agensi. Teori ini menjelaskan terdapat asimetri informasi antara manajemen dengan pemegang saham (*agency problem* model-I), dan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (*agency problem* model-II) yang memicu *adverse selection* dan *moral hazard*. Lebih jauh terkait dengan *agency problem* model-II, pemegang saham pengendali lebih mengutamakan insentif untuk dirinya pribadi dibanding untuk kepentingan pemegang saham minoritas. Sebagai solusi atas masalah tersebut, kebijakan penetapan tingkat *free*

float menjadi satu upaya untuk menghindari asimetri informasi berbasis struktur kepemilikan saham. Dan penelitian ini membuktikan bahwa *free float* mempengaruhi likuiditas pasar di BEI.

Secara teknis, Perusahaan dengan kepemilikan yang lebih terkonsentrasi mempunyai potensi besar mengalami asimetri informasi yang pada gilirannya mengurangi likuiditas. Akan tetapi, dengan *free float* investor strategis yang memiliki informasi unggul tentang suatu perusahaan, akan memberikan lebih banyak saham kepada investor biasa sehingga mengurangi masalah asimetri informasi (Heflin & Shaw, 2000). Hal ini juga telah dibuktikan dengan lebih banyaknya penelitian seperti penelitian Bostanci dan Kilic (2010), Çalışkan dan Kerestecioğlu (2013), Ding *et al.* (2016), dan El-Nader (2018) yang mendukung adanya hubungan positif antara *free float* dan likuiditas pasar, dibandingkan dengan penelitian yang menunjukkan hasil yang tidak berhubungan positif seperti penelitian Chan *et al.* (2004).

Penelitian ini memiliki enam variabel kontrol dengan dua variabel kontrol yang berpengaruh positif signifikan terhadap likuiditas pasar yaitu ukuran perusahaan serta PBV. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat fakta yang menunjukkan pada keseluruhan perusahaan di Indonesia, bahwa likuiditas perusahaan meningkat sebanding dengan semakin besarnya perusahaan dan apabila semakin tinggi PBV suatu saham, maka perusahaan cenderung memiliki prospek yang bagus sehingga meningkatkan likuiditas pasar. Sedangkan keempat variabel kontrol lainnya yaitu *stock price*, *stock return*, *EPS*, dan *PER* tidak berpengaruh terhadap likuiditas pasar. Hal ini menunjukkan bahwa rasio keuangan tersebut bukan merupakan hal yang dipertimbangkan oleh investor dalam melakukan transaksi saham di pasar saham Indonesia.

PENUTUP

Penelitian ini berusaha memperoleh bukti empiris bahwa *free float* (FF) mempunyai pengaruh positif terhadap peningkatan likuiditas pasar (LIQ) di BEI. Walaupun tujuan utama penelitian adalah *free float* namun peneliti juga melibatkan sejumlah variabel independen lainnya yang berfungsi sebagai pengendali. Variabel tersebut meliputi *stock price* (SP), *firm size* (SIZE), *stock return* (SR), *price to book value* (PBV), *earning per share* (EPS), dan *price to earnings ratio* (PER).

Hasil pengujian dan pembahasan menyimpulkan untuk mendukung hipotesis bahwa *free float* berpengaruh positif terhadap likuiditas pasar di BEI. *Free float* merupakan hal yang menjadi dasar pertimbangan investor ketika menentukan keputusan investasi di pasar modal Indonesia. Semakin tinggi rasio *free float* maka akan semakin menarik minat investor untuk melakukan aktivitas perdagangan, yang pada akhirnya meningkatkan likuiditas pasar. Hasil ini menjadi bukti empiris tentang efektifitas atau keberhasilan penentuan kebijakan *free float* sebagai salah satu upaya untuk meningkatkan frekwensi perdagangan di BEI. Selain itu, penelitian ini juga berhasil membuktikan bahwa investor di BEI masih mempertimbangkan ukuran perusahaan (SIZE) dan nilai perusahaan (PBV) baik nilai terkini (*present value*) maupun nilai historis (*book value*) perusahaan.

Hasil penelitian ini memiliki implikasi secara teoretis dan praktis. Secara teoretis, penelitian ini membuktikan bahwa terdapat pengaruh struktur kepemilikan saham pada suatu perusahaan terhadap tingkat likuiditas pasar. Struktur kepemilikan dapat memicu tindakan ekspropriasi sehingga berdampak menimbulkan asimetri informasi antar pemegang saham (*problem asimetri* dalam teori *Agency*). *Free float* terbukti dapat menjadi kebijakan yang mampu mengurangi asimetri informasi tersebut. Secara praktis, penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi otoritas dalam menentukan kebijakan pasar modal guna menciptakan perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien khususnya mengenai kebijakan pembatasan minimum jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama. Selain itu, bagi perusahaan,

hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam memutuskan kebijakan perusahaan terutama dalam memutuskan rasio *free float* atas saham yang tercatat di BEI. Adapaun investor dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai gambaran pergerakan riil dari harga saham pengendali yang tidak aktif di perdagangan sehingga harga saham tersebut tidak menunjukkan nilai yang sebenarnya. Penelitian selanjutnya tentang *free float* dan likuiditas pasar modal dapat dilakukan dengan mempertimbangkan aspek teknologi informasi dan analisis perbandingan antara pasar modal dengan karakteristik yang identik dan/atau berkelompok.

DAFTAR RUJUKAN

- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2006). Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 489–515.
- Ahmed, P., & Nanda, S. (2001). Style Investing: Incorporating Growth Characteristics in Value Stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 27(3), 47–59.
- Al-Khazali, O. M., & Zoubi, T. A. (2005). Empirical testing of different alternative proxy measures for firm size. *Journal of Applied Business Research*, 21(3), 79–90.
- Amihud, Y. (2002). Cross-Section and Time-Series Effects: Cross-Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Lauterbach, B. (1997). Market microstructure and securities values: Evidence from the Tel Aviv stock exchange. *Journal of Financial Economics*, 45(3), 365–390.
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Uno, J. (1999). Number of shareholders and stock prices: Evidence from Japan. *Journal of Finance*, 54(3), 1169–1184.
- Arifin, A. (2004). *Membaca Saham*. Yogyakarta: Andi.
- Berkman, H., & Eleswarapu, V. R. (1998). Short-term traders and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 339–355.
- Biswal, P. C. (2003). *Free float Sensex is a better index* (pp. 1–8). pp. 1–8. New Delhi: Institute for Studies in Industrial Development.
- Bostanci, F., & Kilic, S. (2010). The Effects of Free Float Ratios on Market Performance: an Empirical Study on the Istanbul Stock Exchange. *Istanbul Stock Exchange Review*, 12(45), 1–25.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Edisi ke11). Jakarta: Salemba Empat.
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.). No Title. Retrieved February 5, 2019, from <http://www.idx.co.id>
- Bursa Efek Indonesia. (2014). *Peraturan Pencatatan Nomor I-A*. Indonesia.
- Çalışkan, M. M. T., & Kerestecioglu, S. (2013). Effects of Free Float Ratios on Stock Prices: An Application on ISE. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2(14), 165–174.
- Chalmers, J. M. R., & Kadlec, G. B. (1998). An empirical examination of the amortized spread. *Journal of Financial Economics*, 48(2), 159–188.
- Chan, K., Chan, Y. C., & Fong, W. M. (2004). Free float and market liquidity: A study of Hong Kong government intervention. *Journal of Financial Research*, 27(2), 179–197.
- Darmadji, T., & Fakhrudin, H. M. (2011). *Pasal Modal di Indonesia* (Edisi ke-3). Jakarta: Salemba Empat.
- Demsetz, H. (1968). The Cost of Transactions. *Quarterly Journal of Economics*, 82(1), 33–53.
- Ding, X. S., Ni, Y., & Zhong, L. (2016). Free float and market liquidity around the world. *Journal*

- of Empirical Finance*, 38, 236–257.
- El-Nader, G. (2018). Stock liquidity and free float: evidence from the UK. *Managerial Finance*, 44(10), 1227–1236.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Corporate Constraints Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), 141–206.
- Ginglinger, E., & Hamon, J. (2012). Ownership, Control and Market Liquidity. *Finance*, 33(2), 61–99.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). England: Pearson Education Limited.
- Glosten, I. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transactions prices in a specialist model with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14, 71–100.
- Gumiwang, R. (2017). Membangunkan Saham-Saham Tidur di Bursa. *Tirto*. Retrieved from <https://tirto.id/membangunkan-saham-saham-tidur-di-bursa-cztv>
- Hartono, J. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi ke-7). Yogyakarta: BPFE.
- Heflin, F., & Shaw, W. K. (2000). Block holder Ownership and Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(4), 621–633.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22–27.
- Jones, C. P. (2014). *Investment Principles and Concepts* (12th, Ed.). Singapore: John Wiley and Sons Singapore Pte. Ltd.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53, 1315–1336.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 25(1), 121–132.
- Meilina, S. (2016). Likuiditas transaksi BEI masih timpang. *Kontan*. Retrieved from <https://investasi.kontan.co.id/news/likuiditas-transaksi-bei-masih-timpang>
- Merton, R. C. (1987). A Simple of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), 483–510.
- Putri, A. K. (2016). Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan dan Jumlah Dewan Komisaris sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 14(2), 344–358.
- Rochimawati. (2012). Analisis Diskriminan Audit Delay pada Industri Keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 14 (2), 1–5.
- Sambora, M. N., Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2014). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 8 (1), 1–10.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 2(2), 737–783.
- Sudana, I. M. (2009). *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktek*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Tandelillin, E. (2010). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio* (Edisi ke-1). Yogyakarta: BPFE.
- Wahyudi, U., & Prawesti, H. P. (2006). *Implikasi Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening*. Padang: Universitas Widyagama.
- Wyss, R. V. (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in Stock Market*. Zurich: Universitat St. Gallen.