

PERHATIAN INVESTOR DAN LIKUIDITAS SAHAM PERUSAHAAN PUBLIK DI BURSA EFEK INDONESIA

Berto Usman

Universitas Bengkulu

Email : berto_usman@unib.ac.id

Chairil Afandy

Universitas Bengkulu

Email : caffandi@unib.ac.id

Intan Zoraya

Universitas Bengkulu

Email : intan_zoraya@unib.ac.id

ABSTRAK

Signifikannya geliat internet di Indonesia membuat kontribusi internet (*Google*) sebagai media perantara penyampaian informasi ke publik menjadi sarana yang semakin diminati. Hal ini menjadi relevan karena andil internet terhadap perkembangan ekonomi Indonesia juga tercatat sebagai determinan yang penting. Oleh sebab itu, penelitian ini bermaksud menguji peran Internet yang dapat dianalogikan sebagai representasi dari perhatian investor, dan menghubungkannya dengan likuiditas saham perusahaan publik yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dengan menggunakan basis teori asimetri informasi, penelitian ini juga mengkaji secara empiris upaya mitigasi terhadap kesenjangan informasi antara investor terinformasi (*informed*) vs. investor tidak terinformasi (*uninformed*). Secara operasional, penelitian ini menggunakan sampel dari 82 perusahaan publik di BEI dengan periode waktu pengamatan bulanan dari bulan Januari 2013 sampai dengan Desember 2017. Dengan karakteristik dan struktur data panel, maka penelitian ini menggunakan analisis regresi panel dengan jumlah data sebesar 4,920 observasi (perusahaan-bulan). Analisis yang digunakan juga menerapkan *fixed-effect model* (FEM) pada level perusahaan (*firm-FE*) dan tahun (*Month-FE*), yang disertai dengan *clustered SE* guna mengantisipasi potensi *overestimasi* pada nilai *standard error* (SE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat asosiasi yang positif antara perhatian investor yang diwakili oleh GSV (*Google Search Volume*) dengan likuiditas saham perusahaan, TV (*Trading Volume*). Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa *stakeholder* (*investor*) dapat mempergunakan informasi publik yang tersedia dan didistribusikan melalui internet untuk mereduksi tingkat asimetri informasi yang terjadi antara *informed* vs. *uninformed investor* di pasar modal.

Kata Kunci: Perhatian investor, Likuiditas, *Google*, *Trading volume*, Asimetri informasi

PENDAHULUAN

Penelitian ini bertujuan menguji asosiasi antara perhatian investor dan likuiditas saham perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sejumlah penelitian terdahulu di bidang keuangan dan pasar modal telah menyebutkan bahwa progres teknologi informasi dan komunikasi (TIK) dapat menjadi barometer peningkatan nilai pasar dan ekonomi perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari tingginya tingkat kesadaran investor terhadap berita (*news*) & informasi yang terkait pada suatu perusahaan (Bank, Larch, & Peter, 2011; Zhi Da, Engelberg, & Gao, 2011; Joseph, Wintoki, & Zhang, 2011; Berto Usman & Tandelilin, 2014). Di antara banyaknya media distribusi informasi, internet memainkan peran penting bukan hanya untuk mengakses informasi, tetapi juga sebagai alat yang dapat dimanfaatkan perusahaan untuk mempublikasikan berbagai macam bentuk laporan keuangan, non-keuangan, ataupun berita yang relevan agar dapat menarik perhatian investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Kemudahan semacam ini dapat membantu perusahaan dalam menekan biaya promosi yang dilakukan secara konvensional, di mana sejumlah informasi yang dikeluarkan perusahaan dapat menjadi pertimbangan penting bagi calon investor untuk menempatkan dananya ke pasar modal.

Merujuk pada penelitian Aouadi, Arouri, & Teulon (2013), pemain saham atau calon investor perlu memiliki dan memahami informasi yang berhubungan dengan dinamika perubahan harga serta tingkat likuiditas saham. Pengetahuan mengenai sejumlah informasi ini diperlukan untuk mengantisipasi risiko, agar calon investor dapat mengambil keputusan terbaik mengenai saham perusahaan yang layak untuk dipilih dan dimasukkan ke dalam portofolio investasi. Sejalan dengan teori investasi, hampir semua bentuk investasi mengandung unsur risiko yang mengarah pada suatu ketidakpastian. Calon investor tidak dapat memprediksi dengan pasti tingkat *return* potensial yang akan diperolehnya, sehingga dalam kondisi ini calon investor dihadapkan pada sebuah risiko. Salah satu cara yang dapat dilakukan investor untuk meminimalisir potensi risiko tersebut adalah dengan mengumpulkan berbagai macam informasi yang relevan, sehingga pencarian informasi melalui internet (*Google*) dapat menjadi wadah yang menarik sebagai alternatif pengumpulan informasi sekaligus sebagai upaya untuk mereduksi situasi asimetri informasi (Bank et al., 2011; Joseph et al., 2011; Scheitle, 2011).

Secara umum, literatur juga menyebutkan bahwa informasi yang masuk ke pasar akan tersebar secara tidak merata, sehingga akan menyebabkan calon investor terbagi ke dalam dua bentuk, yaitu *informed investor* dan *uninformed investor* (Nurazi, Kananlua, & Usman, 2015; Nurazi & Usman, 2019; Usman & Tandelilin, 2014). Menurut teori asimetri informasi,

<http://doi.org/10.21009/JRMSI>

perbedaan informasi muncul karena adanya pihak yang lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pihak lainnya, sehingga pihak yang terinformasi cenderung lebih diuntungkan dibanding pihak yang tidak terinformasi dengan baik (Brown & Hartzell, 2001; Usman & Yennita, 2018). Oleh sebab itu, penelitian ini dimaksudkan untuk menyelidiki terjadinya kondisi asimetri informasi antara *informed investor* dan *uninformed investor*, di mana kesadaran investor terhadap informasi diduga turut berimplikasi terhadap prestasi investor dan reputasi dari broker, terutama dari segi aktivitas perdagangan saham yang membutuhkan banyak informasi. Di samping itu, heterogenitas informasi yang tidak seimbang di antara para investor dan broker ini pada akhirnya akan menyebabkan *uninformed investor* memiliki prestasi yang inferior dibanding *informed investor*, dan pada saat yang bersamaan memberi celah bagi broker untuk menjual saham dengan harga yang relatif lebih tinggi dengan mengeksploitasi kelemahan (kekurangan informasi) dari *uninformed investor*.

Rumusan Masalah

Jika dilihat dari aspek urgensi penelitian, hampir sebagian besar literatur terdahulu menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia adalah pasar modal yang kurang efisien. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi yang masuk ke pasar tidak dapat diserap dengan cepat oleh pasar dan tercermin pada perubahan harga saham. Oleh sebab itu, penelitian-penelitian terdahulu juga melaporkan bahwa secara umum investor yang berada di pasar modal Indonesia terdikotomi ke dalam dua kelompok, yaitu investor yang terinformasi (*informed*), dan investor yang tidak terinformasi (*uninformed*). Sudah banyak penelitian terdahulu yang menguji perhatian investor terhadap *return* (terutama pada konteks studi pasar modal maju). Tetapi, masih sedikit literatur dan peneliti yang secara khusus mendedikasikan konsentrasinya untuk mengkaji secara lebih mendalam asosiasi antara perhatian investor dengan likuiditas saham perusahaan-perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia. Oleh sebab itu, peneliti melihat peluang ini sebagai celah, di mana secara empiris, literatur terdahulu yang sudah dipublikasikan masih menyisakan pertanyaan penelitian yang dapat dieksplorasi lebih lanjut mengenai asosiasi antara perhatian investor dan likuiditas saham. Rumusan masalah yang menjadi pertanyaan penelitian pada penelitian ini adalah; apakah perhatian investor yang diwakili oleh pencarian informasi melalui internet berasosiasi dengan likuiditas perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia? Selain itu, studi ini turut berkontribusi pada tiga aspek; (i) kontribusi terhadap perkembangan literatur di bidang manajemen keuangan, terutama pasar modal mengenai ilustrasi terhadap dinamisnya perhatian investor dan hubungannya dengan

likuiditas saham di Bursa Efek Indonesia. (ii) kontribusi secara metodologi, terutama terhadap penggunaan proksi baru sebagai pengukuran variabel perhatian investor. Literatur terkini menyebutkan bahwa, perhatian investor dapat dilihat melalui sejauh apa aktivitas pencarian informasi yang dilakukannya di dunia virtual, dan literatur merekomendasikan untuk menggunakan trafik hasil pencarian melalui Google (*Google Search Volume*) sebagai alternatif pengukuran variabel perhatian investor. (iii) selain temuan empiris, hasil dari penelitian ini juga diharapkan dapat menyediakan rekomendasi baik bagi investor, perusahaan, serta pengambil kebijakan (pemerintah) dalam mempelajari peran perhatian investor dan hubungannya dengan likuiditas saham di pasar modal Indonesia.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini secara khusus bertujuan menguji hubungan antara perhatian investor yang merepresentasikan perbedaan kinerja investasi antara investor terinformasi (*informed*) dan investor yang tidak terinformasi (*uninformed*) dengan likuiditas saham-saham perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia (BEI).

TELAAH PUSTAKA

Teori Asimetri Informasi

Penelitian ini menggunakan sebuah teori yang menjelaskan hubungan di antara kedua konsep utama yang sedang dikaji. Setelah melakukan riset terhadap literatur terdahulu, ditemukan bahwa teori asimetri informasi menjadi teori yang lazim dan tepat digunakan oleh peneliti di bidang pasar modal untuk mengerti situasi perbedaan informasi yang muncul, baik asimetri informasi yang muncul antar investor (*informed & uninformed*), ataupun perbedaan informasi yang muncul antara investor dan perusahaan, serta antara investor dan broker. Sebelum menjadi teori, Kenneth (1963) pertama kali memperkenalkan sebuah situasi di mana umumnya pihak penjual cenderung akan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai produknya jika dibandingkan dengan pihak pembeli, meskipun tidak menutup kemungkinan bahwa kondisi sebaliknya juga bisa saja terjadi. Namun, pada tahun-tahun berikutnya, kondisi ini diperkenalkan sebagai sebuah istilah, yang kemudian dikenal sebagai teori asimetri informasi. Istilah asimetri informasi diperkenalkan oleh Akerlof (1970) dan kemudian menjadi lazim digunakan dalam bidang ilmu pasar modal dan investasi. Secara umum, teori tersebut menyebutkan bahwa terjadi suatu kondisi di mana terdapat ketidakseimbangan antara informasi yang diperoleh oleh pihak manajemen (*information preparer*) dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh pihak pemegang saham dan *stakeholder* (*information user*).

Karena terjadinya perbedaan informasi ini, maka kemungkinan risiko dan prospek perusahaan dinilai secara berbeda oleh kedua belah pihak. Terdapat pihak tertentu yang memiliki informasi lebih baik, sehingga dapat dikatakan bahwa terjadi asimetri informasi di antara kedua belah pihak tersebut. Investor yang pada umumnya memiliki informasi lebih sedikit akan terus berusaha untuk mencari informasi tambahan, sehingga investor tersebut menjadi lebih terinformasi.

Tren Fenomena Pencarian Informasi Melalui Internet di Indonesia

Google Trend merupakan salah satu fitur *Google* yang pada dasarnya ditujukan untuk meriset *keyword* dan *trend* pencarian di berbagai kawasan di dunia. Fitur *Google* yang disebut dengan *Google trend* telah menjadi alat pengukuran potensial yang dapat digunakan dalam banyak penelitian sosial. Hal ini dikarenakan kemampuannya yang dapat menguantifikasi fenomena secara lintas waktu dan lintas ekologis. Data yang diperoleh kemudian dibandingkan dengan total data pencarian yang terekam dalam *server Google* di seluruh dunia (Bank, Larch, & Peter, 2011; Da, Engleberg, & Gao, 2011; Joseph, Wintoki, & Zhang, 2011; Scheitle, 2011).

Menurut Da et al. (2011), Bank et al. (2011), dan Nurazi & Usman, (2019) *Google* melakukan pencarian kata berdasarkan taksonomi dari kata yang dimasukkan oleh para pencari informasi (*internet user*). Data yang masuk ke *server* akan ditransformasikan oleh *Google* dengan mengeliminasi sejumlah *trend* umum dalam suatu pencarian populer di internet. Untuk setiap saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini, maka pengkategorian kata didasarkan pada nama perusahaan seperti yang tercantum pada daftar perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (*ticker symbols*). Selanjutnya *Google trend* akan melakukan filterisasi terhadap hasil pencarian. Untuk mengantisipasi terjadinya bias pencarian pada data yang digunakan, maka filterisasi pencarian dibatasi pada kategori *finance* serta *business and industries*. Selanjutnya kategori lokasi yang ditetapkan adalah hasil pencarian di Indonesia dengan jangka waktu pengamatan bulanan dari Januari 2013 sampai dengan Desember 2017.

Hubungan Perhatian Investor dan Likuiditas Saham

Likuiditas saham dapat diukur dengan melihat bagaimana aktivitas perdagangan saham terjadi di lantai bursa. Perdagangan saham yang aktif menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh investor, yang berarti saham tersebut juga relatif mudah diperdagangkan. Hal ini menyebabkan investor yang memiliki informasi mengenai saham tertentu akan mempengaruhi tingkat likuiditasnya, di mana kecenderungan perubahan harga yang menjadi informasi bagi investor juga akan mengubah volume perdagangan saham (Wang, 1993). Beberapa penelitian

empiris telah dilakukan untuk mengkaji hubungan antara perhatian investor dengan likuiditas saham. Penelitian yang dilakukan Kiyamaz (2001) menemukan adanya keterkaitan antara berita-berita yang masuk ke pasar terhadap tingkat *return* dan likuiditas saham. Perusahaan yang diberitakan berada dalam kabar yang baik (*positif rumors*) cenderung memiliki *return* dan *trading volume* yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang berada dalam berita yang negatif (*negatif rumors*). Sementara itu, Benbunan & Fich (2004), Grullon, Kanatas, & Weston (2004), Gündüz & Hatemi (2005), Nurazi & Usman (2019), Trueman, Wong, & Zhang (2003), Turmakin & Whitelaw (2001) juga menemukan hasil yang serupa, di mana terjadinya perubahan harga saham mencerminkan masuknya informasi baru ke dalam pasar. Informasi yang masuk dan tercermin dalam harga saham tersebut akan berpengaruh positif pada perubahan volume perdagangan saham. Akan tetapi, potensi kecenderungan hubungan yang *non-linear* juga mungkin terjadi antara pencarian informasi dengan likuiditas saham. Beberapa penelitian juga melaporkan bahwa semakin tinggi pencarian informasi terhadap suatu saham, dapat berbanding terbalik dengan tingkat likuiditas dan kemudahan perdagangan suatu saham. Anomali ini terjadi jika intensitas pencarian informasi melalui internet (Google) dilakukan oleh investor pasif dan investor pemula. Penelitian Ding & Hou (2015) menjelaskan bahwa sebelum memutuskan untuk berinvestasi, pasif investor dan investor pemula cenderung berusaha untuk mengumpulkan informasi sebanyak-banyaknya agar menjadi familiar dengan perusahaan-perusahaan yang akan menjadi konten portofolio investasinya. Kebanyakan informasi yang dicari berhubungan dengan sejarah perusahaan, kinerja keuangan dan potensi *outlook* perusahaan dalam jangka menengah maupun jangka panjang. Saat informasi yang diperoleh tidak sesuai dengan ekspektasi kedua jenis investor tersebut, intensitas pencarian informasi yang masif cenderung tidak akan berdampak signifikan terhadap tingkat likuiditas saham perusahaan, sehingga investor ritel yang memiliki banyak informasi tidak selalu memutuskan untuk melakukan investasi dan pembelian saham yang dipromosikan dengan biaya iklan dan cakupan media yang luas.

Secara logika, semakin tinggi tingkat pencarian pada suatu saham, akan mengakibatkan *uninformed investor* bertransformasi menjadi *informed investor*. Peralihan ini pada akhirnya menyebabkan masing-masing investor memiliki informasi yang seimbang mengenai keadaan pasar dan perusahaan. Pengetahuan mengenai saham-saham yang memiliki prospek bagus dapat dimanfaatkan oleh investor untuk melakukan pembelian, sehingga pembelian tersebut

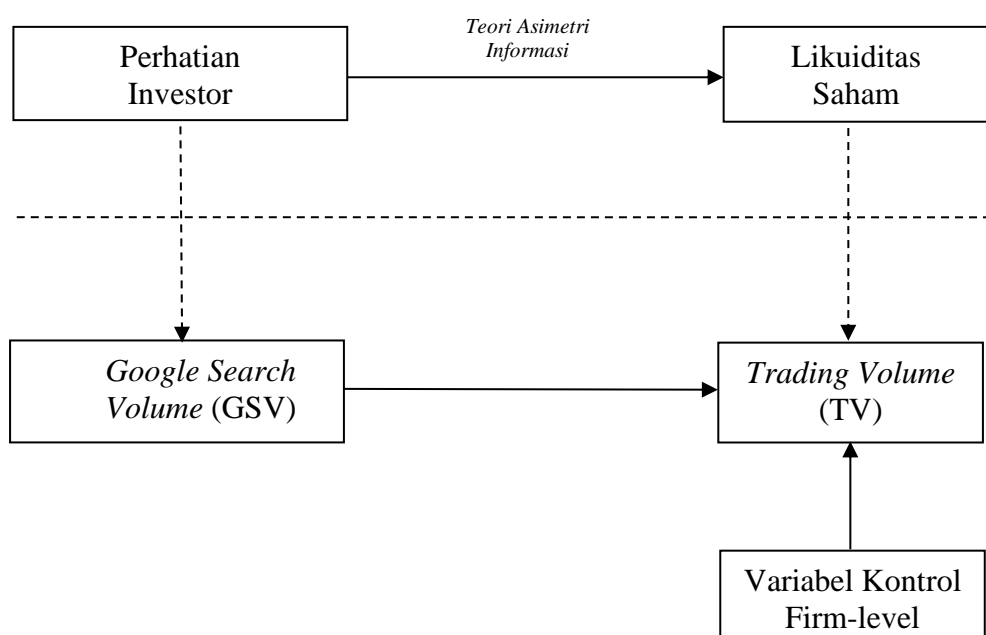
mendorong saham menjadi semakin likuid dan aktif diperdagangkan. Dengan demikian, disusun hipotesis dua sebagai berikut.

H1: Perhatian investor berasosiasi positif dengan likuiditas saham perusahaan

Model Penelitian

Lebih lanjut, penelitian ini juga mengembangkan sebuah model penelitian yang mencerminkan konsep serta operasionalisasi variabel penelitian. Model penelitian yang diajukan dibuat dengan mengacu pada teori utama (asimetri informasi), dan sejumlah argumen penelitian yang dikembangkan dalam formulasi hipotesis penelitian. Penelitian ini secara khusus menguji hubungan antara perhatian investor dan likuiditas saham, di mana hubungan kedua konsep utama tersebut dijelaskan dengan bantuan teori asimetri informasi. Untuk mempermudah tujuan analisis empiris, kedua konsep utama yang menjadi variabel independen dan dependen dalam penelitian ini menggunakan proksi pengukuran yang berbeda. Masing-masing variabel dioperasionalkan dengan menggunakan satu proksi. Adapun variabel perhatian investor diproksi oleh *Google Search Volume (GSV)*, sedangkan likuiditas saham diproksi oleh *Trading Volume (TV)*. Selain itu, untuk mengantisipasi potensi terjadinya masalah endogenitas yang dapat mengganggu hasil estimasi, maka penelitian ini juga menggunakan sejumlah variabel kontrol pada level perusahaan. Model penelitian yang akan diaplikasikan pada penelitian ini digambarkan sebagai berikut.

Gambar 1. Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini dimulai dengan tahapan studi literatur untuk mempelajari buku-buku, jurnal, hasil laporan berkala, dan data sekunder lainnya yang diperoleh dari berbagai sumber yang relevan dengan penelitian ini. Selain itu, pada tahap ini juga dilakukan pengumpulan data mengenai hasil volume pencarian perusahaan dengan menggunakan fitur *Google trends* yang disediakan oleh *Google*. Data *Google trends* tersebut selanjutnya disebut dengan istilah *Google Search Volume* atau disingkat GSV. Selain itu, data-data mengenai informasi keuangan perusahaan diperoleh dari kompilasi laporan tahunan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Selanjutnya, populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham-saham perusahaan yang tergabung dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sampel penelitian yang akan digunakan adalah saham-saham perusahaan yang tergabung di Bursa Efek Indonesia, pada periode pengamatan bulanan dari tahun 2013 (Januari) sampai dengan tahun 2017 (Desember). Sampel tersebut diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut; (i) Perusahaan yang tergabung dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu 2013 – 2017. (ii) Perusahaan yang memiliki data pencarian untuk dapat dikuantifikasi oleh *Google trend* dan tidak mengalami suspensi atau penghentian sementara selama kurun waktu pengamatan. (iii) Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangannya secara konsisten selama periode waktu 2013-2017 (data keuangan yang digunakan adalah data rasio keuangan yang dilaporkan secara triwulanan/kuartalan).

Definisi Operasional

Agar dapat mempermudah pemahaman dalam menggambarkan konsep penelitian secara lebih komprehensif, maka dibentuk definisi operasional yang memuat pengukuran dari setiap variabel penelitian. Definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel berikut.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel Penelitian

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Sumber
1	TV	<i>Trading Volume</i>	Logaritma natural dari jumlah saham yang diperdagangkan dikali dengan harga saham (bulanan)	ICMD
2	GSV	<i>Google Search Volume</i>	Pencarian informasi tahunan (Skala rasio dalam bentuk 0%-100%)	<i>Google Trends</i>
3	RET	<i>Return</i>	<i>Return</i> aktual (bulanan)	ICMD
4	ROE	<i>Return on Equity</i>	Perbandingan <i>net income</i> terhadap <i>total asset</i> (triwulan)	ICMD

<http://doi.org/10.21009/JRMSI>

5	PER	<i>Price Earnings Ratio</i>	Perbandingan harga pasar terhadap <i>earnings per share</i> (triwulan)	ICMD
6	DP	<i>Dividen payout</i>	Perbandingan antara <i>dividend per share</i> terhadap <i>earnings per share</i> (triwulan)	ICMD
7	LOGSIZE	<i>Size</i>	Logaritma Natural dari total asset (triwulan)	ICMD
8	DER	<i>Debt to Equity</i>	Perbandingan rasio utang terhadap modal (triwulan)	ICMD
9	LOGP	<i>Stock Price</i>	Logaritma Natural dari harga saham di akhir tahun t (bulanan)	ICMD

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan teknik regresi data panel dengan konsep *Ordinary Least Square* (OLS). Ada beberapa keuntungan menggunakan data panel, di antaranya Baltagi (2008) dan Gujarati & Porter (2010) mengatakan bahwa data panel merupakan gabungan dua karakteristik data dalam bentuk *time series* dan data *cross-section*, sehingga mampu menyediakan data dengan kuantitas yang lebih banyak dan mampu menghasilkan *degree of freedom* yang lebih besar. Data panel juga dapat mengurangi potensi kolinearitas antar variabel independen, sehingga memberikan hasil estimasi ekonometri yang relatif lebih efisien. Selanjutnya, penggabungan informasi dari data *time-series* dan *cross-section* juga dianggap dapat mengatasi masalah yang timbul ketika ada masalah penghilangan variabel (*omitted variabel*). Dengan demikian, penelitian ini menggunakan model regresi data panel sebagai berikut.

Model empiris hipotesis penelitian

$$TV_{i,t} = \alpha + \beta_1 GSV_{i,t} + \beta \sum \text{Controls}_{i,t} + \beta \sum \text{MonthFE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

TV adalah *trading volume*, yang menjadi variabel dependen utama. Dalam model ekonometri di atas, TV merupakan fungsi dari variabel independen utama yaitu GSV (*Google Search Volume*) dan sejumlah variabel kontrol yang terdiri atas; RET, ROE, PER, DP, LOGSIZE, DER, dan LOGP. Tujuan utama memasukkan variabel kontrol adalah untuk mereduksi potensi terjadinya masalah endogenitas, terutama isu *omitted correlated variabel bias*. Selain itu, karena penelitian ini juga menggunakan sampel dari banyak perusahaan yang berbeda, penelitian ini juga akan menerapkan estimasi dengan menggunakan *firm fixed-effect* dan *month fixed-effect* model. Analisis terhadap model statistik tersebut akan dilakukan dengan menggunakan bantuan *software* analisa statistik, yaitu STATA.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Sebelum masuk ke analisis utama, tahapan hasil dan pembahasan pada penelitian ini dimulai pada penjabaran hasil statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian. Setiap variabel diurutkan mulai dari variabel dependen, independen, hingga variabel kontrol sebagai berikut.

Tabel 2. Sebaran Statistik Variabel Penelitian

Variabel	obs	mean	sd	p25	p50	p75	min	max
TV	4,920	66.916	31.356	44.009	68.284	92.533	0.000	121.577
GSV	4,920	2.824	7.027	0.000	0.000	2.500	0.000	45.000
ROE	4,920	16.388	48.305	1.490	10.525	20.340	-105.900	316.570
PER	4,920	22.226	63.813	3.400	14.860	24.210	-138.800	421.470
DP	4,920	21.572	31.373	0.000	0.085	37.990	0.000	138.550
LOGSIZE	4,920	9.960	3.693	7.429	10.576	13.047	-2.302	15.779
DER	4,920	0.844	2.668	0.410	0.930	1.720	-14.490	9.470
LOGP	4,920	7.263	1.777	6.003	7.390	8.289	3.912	11.884

Catatan: setiap variabel kontinu sudah melalui tahapan winsorisasi pada tingkat 1 dan 99 persen.

Tabel 2 menjelaskan informasi terkait sebaran data statistik penelitian yang sudah melalui tahapan winsorisasi. Proses winsorisasi penting dilakukan agar data yang digunakan untuk melakukan estimasi model tidak mengandung permasalahan bias estimasi yang disebabkan oleh data *outlier*. Data *outlier* atau anomali data secara khusus di-*treatment* dengan menggunakan fungsi *winsor2* pada kode *syntax STATA*, dan setiap variabel non-dikotomi (kontinu) diberikan perlakuan yang sama sehingga sebaran data penelitian mengikuti sebaran distribusi normal. Secara terperinci, indikator yang menjadi proksi dari variabel dependen adalah variabel *Trading Volume* (TV). Nilai rata-rata dari TV untuk setiap sampel bulanan dari 82 perusahaan yang diukur sejak tahun 2013 sampai dengan 2017 (4,920 perusahaan-bulan observasi) adalah 66.92. Nilai rata-rata ini berarti bahwa tingkat likuiditas perusahaan tergolong berada pada level moderat, mengingat ada perusahaan sampel yang sama sekali tidak mengalami perubahan tingkat likuiditas dengan nilai minimal TV sebesar 0, dan juga terdapat perusahaan sampel lainnya yang tergolong sebagai sampel yang sangat likuid dengan nilai TV maksimal tercatat sebesar 121.58. Selanjutnya yang menjadi variabel independen utama dalam penelitian ini adalah perhatian investor, yang diwakili oleh penggunaan variabel *Google Search Volume* (GSV) sebagai proksinya. Nilai rata-rata dari aktivitas pencarian informasi dengan frekuensi bulanan yang dilakukan investor melalui *Google* tercatat sebesar 2.82 persen, dengan standar deviasi berada pada tingkat 7.03 persen. Informasi ini menunjukkan bahwa jika interval pencarian berada pada rentang 0 persen untuk tingkat pencarian terendah dan 100 persen untuk pencarian tertinggi, maka informasi rata-rata dari 82 perusahaan termasuk ke dalam trafik

tingkat pencarian informasi yang sangat rendah. Akan tetapi, rendahnya nilai rata-rata pencarian informasi tidak serta merta mencerminkan tingkat pencarian informasi yang juga rendah untuk setiap perusahaan sampel. Dalam data set yang digunakan, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki tingkat pencarian informasi yang cukup tinggi, meskipun tingkat pencarian informasi maksimal belum mampu menembus rasio >50 persen (setelah diwinsorisasi).

Matriks Korelasi

Sebelum masuk ke analisis utama (pengujian hipotesis penelitian), tahapan yang perlu dilakukan setelah analisis statistik deskriptif adalah melakukan analisis korelasi.

Tabel 3. Matriks Analisis Korelasi

Variabel	TV	GT	ROE	PER	DP	LOGSIZE	DER	LOGP
TV	1							
GT	0.051***	1						
ROE	0.036*	0.048***	1					
PER	0.060***	0.048***	-0.002	1				
DP	0.330***	0.037**	0.150***	0.041**	1			
LOGSIZE	0.967***	0.053***	0.106***	0.043**	0.281***	1		
DER	0.085***	0.001	-0.585***	-0.008	0.047***	0.008	1	
LOGP	0.462***	0.097***	0.098***	0.100***	0.472***	0.368***	0.169***	1

Catatan: tanda bintang (*asterisk*) berarti * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001.

Analisis korelasi diperlukan sebagai justifikasi awal terhadap potensi hubungan dari dua variabel yang akan dianalisis. Dalam konteks ini, hubungan yang akan dikaji adalah antara variabel dependen (TV) dan variabel independen utama (GSV). Hasil matriks korelasi menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara kedua konsep utama, yaitu perhatian investor yang diwakili oleh GSV dan likuiditas perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia yang diwakili oleh TV. Hubungan atau korelasi yang positif tersebut secara statistik signifikan pada tingkat *alpha* 1 persen ($p < 0.01$). Selanjutnya, penelitian ini juga mengakomodir analisis terhadap hubungan variabel kontrol dengan variabel dependen. Keputusan memasukkan variabel kontrol menjadi penting untuk mengontrol beberapa karakteristik internal perusahaan, sehingga hasil estimasi tidak mengalami bias. Selain itu, penelitian ini juga mengkaji apakah di antara penggunaan variabel independen dan kontrol terjadi masalah multikolinieritas. Literatur di bidang statistik menyebutkan bahwa jika nilai korelasi antara dua variabel independen >0.65, maka dianggap terjadi potensi masalah multikolinieritas yang tinggi di antara kedua variabel independen tersebut, sehingga salah satu dari kedua variabel yang dimaksud harus dikeluarkan dari model penelitian. Dalam konteks data yang kami teliti, variabel LOGSIZE menunjukkan hubungan/korelasi positif yang sangat

kuat dengan TV (0.967) dan signifikan secara statistik ($p < 0.01$). Namun, hal ini tidak menjadi masalah karena kedua variabel tersebut bukan mengambil peran sebagai variabel independen, melainkan variabel independen (kontrol) dan dependen. Selanjutnya, penelitian ini dilanjutkan pada analisis utama yang mengakomodir pengujian hipotesis penelitian.

Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Pengujian terhadap hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan analisis regresi data panel. Jumlah kombinasi dari observasi penelitian tercatat sebanyak 4,920 perusahaan-bulan (82 perusahaan x 60 bulan). Hasil temuan utama terhadap pengujian asosiasi antara perhatian investor dan likuiditas saham perusahaan publik di Indonesia tersaji pada tabel berikut.

Tabel 4. Pengujian Hipotesis Penelitian

Variabel	Tanda yang diharapkan	TV
GT	+	0.016* (1.828)
ROE	+/-	-0.005** (-2.081)
PER	+/-	-0.003*** (-2.703)
DP	+/-	0.015*** (5.245)
LOGSIZE	+/-	6.812*** (176.1)
DER	+/-	-0.135*** (-3.175)
LOGP	+/-	-0.184 (-1.490)
Constant		2.248** (2.185)
Month FE		YES
Firm FE		YES
Clustered SE		YES
Observations		4,920
Number of id		82
R-squared		0.886

Catatan: nilai t statistik ada di dalam tanda kurung. Setiap bintang (*asterisk*) secara berurutan memiliki arti *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Tabel 3 di atas menyajikan informasi mengenai hasil pengujian hipotesis penelitian dengan menggunakan analisis regresi data panel dengan model *Fixed-Effect model* pada level perusahaan (*Firm FE*) dan bulan (*Month FE*). Selain itu, analisis data panel juga secara khusus menyisipkan fungsi *clustered standard error* (SE) untuk mengurangi potensi terjadinya bias

(over estimasi) pada nilai *standar error*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel independen utama (GSV) berasosiasi positif dan signifikan dengan variabel dependen (TV). *Outcome* ini menggambarkan bahwa hipotesis penelitian yang menduga adanya hubungan/asosiasi yang positif antara perhatian investor dengan tingkat likuiditas perusahaan publik di Indonesia terbukti dan didukung secara statistik, dengan nilai koefisien GSV sebesar 0.016 dan signifikan pada tingkat *alpha* 10 persen ($p < 0.1$). Selain itu, sejumlah variabel kontrol yang digunakan di dalam model penelitian turut menunjukkan pola hubungan yang bervariasi seperti terlihat pada tabel 3.

Diskusi

Penelitian ini secara umum menguji asosiasi antara perhatian investor dan likuiditas perusahaan publik di Indonesia. Menggunakan teori asimetri informasi, penelitian ini berargumentasi bahwa tingkat pencarian informasi yang tinggi menggunakan internet (*Google*) cenderung dapat membantu investor untuk memangkas tingkat asimetri informasi yang terjadi antara investor dan perusahaan, serta antara investor yang terinformasi dengan investor yang tidak terinformasi dengan baik. Di samping itu, penggunaan *Google* dan pencatatan *traffic* pencarian informasi yang dirangkum oleh *Google Search Volume* (GSV) dianggap sebagai salah satu alternatif pengukuran yang baik untuk menangkap perhatian investor terhadap suatu saham. Oleh karenanya, secara khusus, penelitian ini mengeksplorasi potensi asosiasi yang terjadi antara perhatian investor (GSV) dan likuiditas saham (TV).

Literatur terdahulu juga telah menjelaskan bahwa likuiditas saham dapat diukur dengan melihat bagaimana aktivitas perdagangan saham terjadi di lantai bursa. Perdagangan saham yang aktif menunjukkan bahwa saham tersebut disukai oleh investor, yang berarti saham tersebut juga relatif lebih mudah untuk diperdagangkan. Hal ini menyebabkan investor yang memiliki informasi mengenai saham tertentu akan mempengaruhi tingkat likuiditasnya, di mana kecenderungan perubahan harga yang menjadi informasi bagi investor juga akan mengubah volume perdagangan saham (Wang, 1993) yang secara tidak langsung juga merefleksikan tren naik (*bullish*) atau turunnya (*bearish*) kinerja suatu saham perusahaan selama suatu periode waktu (Usman, 2016). Hasil penelitian yang diperoleh dengan menggunakan data dari 82 perusahaan selama 60 bulan (2013-2017), menunjukkan bahwa terdapat hubungan atau asosiasi yang bersifat positif dan signifikan secara statistik antara GSV dengan TV. Hasil temuan ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Kiyamaz (2001) yang menemukan adanya keterkaitan antara berita-berita yang masuk ke pasar terhadap tingkat

return dan likuiditas saham. Perusahaan yang diberitakan berada dalam kabar yang baik (*positif rumors/ good news*) cenderung memiliki *return* dan *trading volume* yang lebih baik dibanding perusahaan yang berada dalam berita yang negatif (*negatif rumors/ bad news*). Sementara itu, Benbunan & Fich (2004), Grullon, Kanatas, & Weston (2004) Gündüz & Hatemi (2005), Nurazi & Usman (2019), Trueman, Wong, & Zhang (2003), Turmakin & Whitelaw (2001), Nurazi & Usman, (2015) juga menemukan hasil yang serupa, di mana terjadinya perubahan harga saham turut mencerminkan masuknya informasi baru ke dalam pasar. Informasi yang masuk dan tercermin dalam harga saham tersebut dapat berpengaruh positif atau bahkan negatif pada perubahan volume perdagangan saham, yang sekaligus juga merefleksikan tingkat efisiensi suatu pasar modal (Nurazi, Usman, & Kananlua, 2016; Rajgopal, Shevlin, & Venkatachalam, 2003).

Akan tetapi, potensi kecenderungan hubungan yang non-linear juga mungkin terjadi antara pencarian informasi dengan likuiditas saham. Beberapa penelitian juga melaporkan bahwa semakin tinggi pencarian informasi terhadap suatu saham, malah berbanding terbalik dengan tingkat likuiditas dan kemudahan perdagangan suatu saham. Anomali ini terjadi jika intensitas pencarian informasi melalui internet (*Google*) dilakukan oleh investor pasif dan investor pemula. Penelitian Ding & Hou (2015) menjelaskan bahwa sebelum memutuskan untuk berinvestasi, investor pasif dan investor pemula cenderung berusaha untuk mengumpulkan informasi sebanyak-banyaknya agar menjadi familiar dengan situasi dan kondisi perusahaan-perusahaan yang (mungkin) akan menjadi konten portofolio investasinya. Kebanyakan informasi yang dicari berhubungan dengan sejarah perusahaan, kinerja keuangan, dan potensi *outlook* perusahaan dalam jangka menengah maupun jangka panjang. Saat informasi yang diperoleh tidak sesuai dengan ekspektasi kedua jenis investor tersebut, intensitas pencarian informasi yang masif cenderung tidak akan berdampak signifikan terhadap tingkat likuiditas saham perusahaan, sehingga investor ritel yang memiliki banyak informasi tidak selalu memutuskan untuk melakukan investasi dan pembelian saham yang dipromosikan dengan biaya iklan dan cakupan media yang luas.

Secara keseluruhan, hasil temuan penelitian yang diperoleh dengan menggunakan konteks *setting* studi di pasar modal Indonesia (BEI) menunjukkan bahwa kondisi asimetri informasi dapat direduksi, dan tingkat efisiensi pasar dapat diperkuat dari bentuk lemah ke semi-kuat dengan intervensi dari sejumlah informasi yang masuk ke pasar. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa meskipun nilai koefisien atau *magnitude* yang ditunjukkan oleh GSV

cenderung lemah, namun koefisien yang bertanda positif tersebut mengindikasikan hubungan yang signifikan pada tingkat *alpha* 10 persen. Selain itu, kemampuan model statistik dalam menjelaskan peran masing-masing variabel independen (independen utama + variabel kontrol) terhadap variasi yang terjadi pada variabel dependen (TV) tercatat cukup tinggi, yaitu dengan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 88.6 persen.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Sejalan dengan hasil temuan penelitian, dapat disimpulkan bahwa secara statistik, terdapat asosiasi yang positif dan signifikan antara perhatian investor dan likuiditas saham perusahaan publik. Asosiasi yang terjadi memang menunjukkan *magnitude* yang tidak begitu kuat, dan hanya terverifikasi pada tingkat *alpha* 10 persen ($p < 0.1$). Akan tetapi, hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun literatur terdahulu melaporkan tingkat efisiensi pasar yang relatif lemah di BEI, telah terjadi pergeseran yang perlahan namun pasti dalam konteks efisiensi pasar di BEI. Selain itu, juga dapat disimpulkan bahwa internet (*Google*) terbukti efektif untuk dipergunakan sebagai media yang dapat mengurangi potensi kesenjangan informasi di antara investor (*informed vs. uninformed*). Karena sifatnya sebagai alat intermediasi informasi, *Google* juga dianggap berkontribusi dalam mengurangi tingkat asimetri informasi, terutama melalui distribusi informasi publik yang dapat dimanfaatkan oleh *stakeholder* secara bebas di internet.

Implikasi Penelitian

Implikasi empiris dan praktis dari penelitian ini dapat diekstrak kembali dari kontribusi penelitian. Temuan penelitian ini berimplikasi pada tiga aspek utama, yaitu; terhadap pengembangan literatur, pengembangan metode pengukuran, dan rekomendasi bagi *stakeholder*. Pertama, terkait dengan kontribusi empiris, hasil penelitian ini dapat di-klaim sebagai salah satu penelitian yang menyajikan temuan empiris mengenai asosiasi positif yang terjadi antara perhatian investor dan likuiditas saham. Hubungan berbasis data Indonesia ini secara tidak langsung dapat membantu peneliti di bidang sejenis untuk memetakan dan mengambil posisi mengenai perdebatan intelektual yang terjadi pada proses pengembangan hipotesis. Kedua, berhubungan dengan metode pengukuran, penelitian ini dapat dianggap sebagai salah satu penelitian yang berkontribusi menggunakan *Google Search Volume (Google trend)* sebagai proksi perhatian investor. Secara khusus, orisinalitas dari penelitian ini ditunjukkan dari *tracking* pencarian informasi yang dilakukan dalam konteks bulanan

(*monthly*), sehingga tujuan peneliti untuk menangkap fenomena *seasonality* (musiman) dari perilaku pencarian informasi melalui internet dapat diakomodir. Ketiga, implikasi praktis dari penelitian ini berguna bagi *stakeholder*, terutama investor ritel yang masuk dalam kategori *new investor* (pemula). Dalam konteks ini, investor pemula lebih sering dianggap sebagai investor yang tidak terinformasi karena terbatasnya jumlah informasi yang dimiliki, dan masih minimnya pengalaman investasi. Dengan adanya informasi publik yang didistribusikan melalui internet, akan dapat membantu mentransformasi investor yang awalnya tidak terinformasi dengan baik (*uninformed*) menjadi investor yang terinformasi (*informed*). Di samping itu, pemerintah sebagai regulator dan pengambil kebijakan di pasar modal, juga dipandang penting untuk melakukan edukasi, peningkatan literasi, dan sosialisasi yang lebih masif mengenai pentingnya berinvestasi di pasar modal untuk mendorong geliat perekonomian nasional.

Saran

Selain implikasi pada konteks empiris dan praktis, penelitian ini juga masih memiliki sejumlah kelemahan, sehingga peneliti menawarkan beberapa saran yang dapat diakomodir oleh penelitian-penelitian selanjutnya. Pertama, penelitian ini memiliki keterbatasan dalam hal data. Pada awalnya peneliti ingin menggunakan data *ter-update* hingga pelaporan keuangan terakhir yang dapat diakses oleh publik (2019/2020). Akan tetapi, sumber data sekunder yang digunakan pada penelitian ini diekstrak dari laporan tahunan perusahaan publik yang dirangkum ke dalam ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) yang mengkompilasi seluruh data perusahaan publik. Akan tetapi, sejak tahun 2018, ICMD melalui ECFIN sudah tidak lagi mengeluarkan data kompilasi untuk setiap laporan keuangan perusahaan publik di Indonesia (Usman, 2019). Oleh sebab itu, peneliti akan sangat menyarankan agar peneliti selanjutnya mencari akses ke *database* komersial yang dapat menyediakan data sekunder secara lebih komplit. Salah satu alternatif sumber data dapat diperoleh dari *database* Thomson Reuters EIKON atau Datastream Bloomberg. Kedua, penelitian ini masih belum memisahkan karakteristik perhatian investor, terutama perhatian investor terhadap informasi yang dipublikasi ke publik. Meskipun fitur *Google trend* telah melakukan filterisasi untuk setiap informasi dan berita ke dalam berapa konteks (*finance, economics, business and industries*), namun informasi tersebut belum terdiktomi. Oleh karena itu, hal ini akan menjadi tantangan bagi peneliti selanjutnya agar dapat memisahkan karakteristik informasi berdasarkan kelompok berita (*good news* dan *bad news*), sehingga proksi pengukuran terhadap perhatian investor dapat dilakukan secara lebih detil dan menyeluruh.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488.
<https://doi.org/10.2307/1879431>
- Aouadi, A., Arouri, M., & Teulon, F. (2013). Investor attention and stock market activity: evidence from France. *Economic Modelling*, 35, 674–681.
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.08.034>
- Baltagi, B. H. (2008). Econometric analysis of panel data. *Econometric Theory*, 13(05), 351.
<https://doi.org/10.1017/S0266466600006150>
- Bank, M., Larch, M., & Peter, G. (2011). Google search volume and its influence on liquidity and returns of German stocks. *Financial Markets and Portfolio Management*, 25(3), 239–264. <https://doi.org/10.1007/s11408-011-0165-y>
- Benbunan, R., & Fich, E. (2004). Effects of Web Traffic Announcement of Firm Value. *International Journal of Electric Commerce Summer*, 8, 161–182.
- Brown, W. G., & Hartzell, C. J. (2001). Market Reaction to Public Information: The Atypical Case of The Boston Celtics. *Journal of Financials Economics*, 60, 333–370.
- Da, Z, Engleberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *Journal of Finance*, 66, 1461–1499.
- Da, Zhi, Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01679.x>
- Ding, R., & Hou, W. (2015). Retail investor attention and stock liquidity. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 37, 12–26.
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.04.001>
- Grullon, G., Kanatas, G., & Weston, J. P. (2004). Advertising, Breadth of Ownership and Liquidity. *Review of Financial Study*, 17, 439–461.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Econometria*. In *McGraw-Hill*. New-York.
- Gündüz, L., & Hatemi, A. (2005). Stock price and volume relation in emerging markets. *Emerging Markets Finance & Trade*, 41(1), 29–44. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/27750428>
- Joseph, K., Wintoki, B. M., & Zhang, Z. (2011). Forecasting abnormal stock returns and trading volume using investor sentiment: evidence from online search. *International Journal of Forecasting*, 27(4), 1116–1127.
<https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2010.11.001>
- Kenneth, J. A. (1963). Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. *The American Economic Review*, 53(5), 941–973.
- Kiyamaz, H. (2001). The Effect of Stocks Market Rumors on Stock Prices: Evidence From Emerging Market. *Journal of Multinational Financial Management*, 11, 105–115.
- Nurazi, R., Kananlua, P. S., & Usman, B. (2015). The effect of google trend as determinant of return and liquidity in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)*, 45.
- Nurazi, R., & Usman, B. (2019). Does search engine query data contribute to returns and liquidity? *Serbian Journal of Management*, 14(1), 1–26. <https://doi.org/10.5937/sjm14-14992>
- Nurazi, R, Usman, B., & Kananlua, P. S. (2016). Does bid/ask spread react to the increase of internet search traffic? *International Research Journal of Business Studies*, 8(3), 181–196.
- Nurazi, Ridwan, & Usman, B. (2015). Public attention and financial information as determinant of firms performance in the telecommunication sector. *Jurnal Keuangan*

<http://doi.org/10.21009/JRMSI>

Dan Perbankan, 19(2), 235–251.

- Rajgopal, S., Shevlin, T., & Venkatachalam, M. (2003). Does the stock market fully appreciate the implications of leading indicators for future earnings? Evidence from order backlog. *Review of Accounting Studies*, 8(1), 461–492.
- Scheitle, C. P. (2011). Google Insight for Search: A Note Evaluating The Use of Search Engine Data in Social Research. *Social Science Quarterly*, 92, 2870295.
- Trueman, B., Wong, M. H., & Zhang, X. (2003). Anomalous Stock Return Arround InternetFirms Earning Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 34, 249–271.
- Turmakin, R., & Whitelaw, R. F. (2001). News or Noise? Internet Message Board Activity and Stock Prices. *Financial Analyst Journal*, 57, 41–51.
- Usman, B. (2019). Ownership structures, control mechanism and related party transaction: An empirical study of the Indonesian public listed companies. *International Journal of Economics and Management*, 13(1).
- Usman, Berto. (2016). The phenomenon of bearish and bullish in the Indonesian stock exchange. *Esensi: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 6(2), 181–198.
<https://doi.org/10.15408/ess.v6i2.3750>
- Usman, Berto, & Tandelilin, E. (2014). Internet search traffic and its influence on liquidity and returns of Indonesian stocks: An empirical study. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 29(3), 203–221.
- Usman, Berto, & Yennita, Y. (2018). CSR Practice and asymmetry information of Indonesian public listed companies. *International Research Journal of Business Studies*, 11(1), 45–66. <https://doi.org/https://doi.org/10.21632/irjbs>
- Wang, J. (1993). A Model of Intertemporal Asset Prices Under Asymmetric Information. *Review of Economic Studies*, 60, 249–282.