

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Penjelasan Secara Umum Mengenai *Stock Spilt*

2.1.1 Pengertian *Stock Split*

Stock split adalah suatu cara atau tindakan yang dilakukan oleh emiten atau perusahaan untuk memecah nilai atau harga nominal sahamnya, yang mengakibatkan jumlah saham yang beredar menjadi lebih banyak dari sebelumnya. Sebagai contoh, ketika perusahaan menyetujui pemecahan terhadap nilai nominal saham adalah 1:10, maka setiap satu lembar saham yang dimiliki oleh investor akan dipecah menjadi sepuluh lembar, begitu pun dengan nilai nominalnya. Apabila sebelum *stock split* harga nominalnya Rp. 100.000 per lembar saham, maka setelah *stock split* harga nominal sahamnya juga akan berubah menjadi Rp. 10.000. Dalam hal ini, perusahaan tidak memberikan kompensasi berupa uang, dan proporsi kepemilikan saham investor pun tidak berubah sedikit pun, karena hal ini terjadi pada semua investor saham perusahaan.

Mekanisme *stock split* biasanya disepakati melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Selain itu, perlu diingat bahwa kebijakan ini tidak menimbulkan efek merubah nilai ekuitas perusahaan dalam laporan keuangan. Seperti contoh dalam paragraf sebelumnya bahwa ketika *stock split* dilaksanakan bukan hanya jumlah saham yang berubah (menjadi lebih banyak), tetapi nilai atau harga dari saham tersebut juga ikut berubah sesuai dengan kesepakatan. Pada contoh sebelumnya, nilai nominal atau harga saham Rp. 100.000 per lembar saham dipecah 1:10 menjadi Rp.10.000 per lembar saham, dengan konsekuensi jumlah lembar saham yang beredar juga menjadi sepuluh kali lebih banyak. Sehingga, nilai ekuitas perusahaan tetap.

Dari penjelasan diatas, terlihat bahwa kebijakan perusahaan untuk *stock split* tidaklah memiliki dampak yang signifikan terhadap sisi keuangan perusahaan maupun investor, karena kebijakan ini hanya berdampak pada jumlah saham perusahaan yang beredar jadi lebih banyak tapi dengan nominal atau harga saham yang relatif lebih murah dari sebelumnya. Bagi investor, hal ini menyebabkan jumlah saham yang dimiliki menjadi lebih banyak.

2.1.2 Motivasi Perusahaan dan Manfaat Melakukan *Stock Split*

Perusahaan atau emiten melakukan kebijakan *stock split* ini mempunyai maksud dan tujuan tertentu. Pertama, motivasi perusahaan melakukan *stock split* untuk menjaga nilai atau harga sahamnya agar berada pada kisaran angka perdagangan yang optimal. Jadi, ketika harga saham sudah berada pada kisaran yang relatif mahal, *stock split* digunakan untuk menurunkan harganya ke kisaran yang relatif lebih optimal untuk diperdagangkan. Contoh, ketika asumsi kisaran harga saham yang optimal suatu perusahaan berada pada Rp.2.000 sampai dengan Rp.5.000 (per lembar saham), sedangkan sekarang harga saham perusahaan sudah berada pada posisi Rp.30.000 (per lembar saham). Maka perusahaan melalui RUPS menyetujui melakukan *stock split* menjadi 1:10, sebagai akibat dari kebijakan tersebut harga saham perusahaan turun menjadi Rp.3.000 (per lembar saham) dengan konsekuensi jumlah saham yang beredar naik menjadi sepuluh kali lebih banyak dari sebelumnya.

Berdasarkan penjelasan diatas, mengisyaratkan bahwa perusahaan ingin mengoptimalkan perdagangan sahamnya di pasar, dengan menurunkan harga sahamnya. Karena dalam perdagangan saham menggunakan ukuran lot (1 lot sama dengan 500 lembar), maka apabila harga saham perusahaan relatif mahal menyebabkan transaksi perdagangan hanya akan dilakukan oleh investor-investor yang memiliki modal besar saja. Sedangkan, investor-investor lain yang potensial (bermodal kecil) tidak dapat ikut dalam bertransaksi. Oleh karena itu, *stock split* menjadi jalan bagi investor-investor yang potensial untuk dapat bertransaksi, yang mengakibatkan transaksi perdagangan saham perusahaan akan lebih optimal.

Kedua, motivasi perusahaan melakukan *stock split*, apabila dilihat dari biaya transaksinya, bila dihitung menurut *bid-ask spread* sebagai komponen biaya transaksi, pada kondisi ketika harga saham mengalami penurunan maka biaya perdagangan akan mengalami peningkatan. Berakibat, investor akan kehilangan keuntungan dengan adanya penambahan Biaya perdagangan. Pada akhirnya, apabila hal ini terjadi terus-menerus akan menyebabkan kesenjangan antara para pemegang saham dengan pihak manajer, sehingga menimbulkan adanya *agency cost* yang lebih tinggi (Damodaran, 2001).

Ketiga, motivasi perusahaan melakukan *stock split*, selain untuk optimalisasi perdagangan dan biaya transaksinya. Perusahaan, yang diwakili oleh para manajer, melakukan *stock split* mempunyai motivasi lain yaitu untuk mengurangi ancaman *take over* dari pihak pemilik mayoritas. Karena, diharapkan dengan melakukan *stock split* perdagangan akan menjadi lebih likuid sehingga para pemilik akan lebih tertarik untuk memperdagangkan sahamnya, sehingga lama-kelamaan kepemilikan saham akan lebih tersebar (kepemilikan saham mayoritas menjadi lebih sedikit), karena akan banyak pemilik-pemilik saham baru sehingga jumlah jadi kepemilikannya lebih merata.

Menurut Fama (1993), manfaat-manfaat dari tindakan *stock split* yang dilakukan oleh perusahaan, antara lain:

- a. Harga tiap lembar saham yang rendah menyediakan marketabilitas yang lebih luas dan efisien pasar yaitu kisaran harga tertentu (preferential) dengan tingginya persentase jumlah volume lot yang dihasilkan.
- b. Saham akan mempunyai daya tarik bagi para investor kecil dan mengkonversi pemilik lot saham terbatas (*odd-lot*) menjadi pemilik serangkaian lot saham (*round-lot*).
- c. Jumlah *shareholders* akan mengalami peningkatan, yang berarti adanya penambahan likuiditas pasar (relatif lebih mudah dan cepat dengan sekuritas yang diperdagangkan pada harga minimum yang berbeda dari transaksi sebelumnya).
- d. Dalam pengumuman *stock split* terdapat sinyal kuat yang disampaikan ke pasar bahwa manajemen secara berkelanjutan optimis tentang pertumbuhan perusahaannya dan gambaran kekuatan proyek perusahaannya.

Secara garis besar, manfaat dari kebijakan *stock split* akan diperoleh apabila harga saham yang relatif lebih tinggi sebelum *stock split* dibandingkan dengan perusahaan lain yang berada pada industri yang sejenis akan berubah menjadi relatif lebih optimal (tidak terlalu rendah ataupun tinggi) setelah *stock split*. Karena, apabila kisaran harga saham berada pada harga yang relatif rendah,

maka tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan akan berkurang dibandingkan perusahaan lainnya pada industri yang sejenis, sedangkan apabila harga saham terlalu tinggi, maka dapat mengurangi minat investor-investor potensial dan dapat mengurangi peningkatan likuiditas pasar.

Apabila dihubungkan dengan likuiditas saham perusahaan di pasar modal, *stock split* menjadi penting karena jika saham perusahaan tidak *likuid* maka dapat mengakibatkan terjadinya kondisi *undervalued* terhadap saham perusahaan (kondisi harga saham dinilai berada dibawah harga pasar yang seharusnya). Hal ini akan menyebabkan kerugian bagi para pemegang saham tersebut. Pemegang saham akan sulit untuk memperdagangkan saham yang dimilikinya, berakibat pemegang saham tidak mendapatkan keuntungan karena transaksi yang kurang frekuentif, dimana sangat sulit menemukan calon pembeli saham perusahaan dan kepercayaan investor terhadap perusahaan juga akan berkurang. Dari sisi perusahaan atau emiten, *undervalued* saham yang menyebabkan saham tidak likuid akan berimbas pada adanya akuisisi (*takeover*) dan ancaman dikeluarkan dari pasar modal atau dengan kata lain *di-delisted*.

2.2 Dasar Pemikiran dan Prediksi Hipotesis Mengenai *Stock Split*

Terdapat beberapa teori yang menjelaskan mengenai dasar pemikiran dari *stock split* serta prediksi hipotesis yang berkaitan dengan dampak *stock split* terhadap komposisi kepemilikan pemegang saham institusi dan likuiditas perdagangan saham. Diantaranya ada dua teori yang cukup terkenal sebagai literatur, yaitu *optimal trading range theory* dan *signaling theory*.

2.2.1 *Optimal Trading Range Theory*

Optimal trading range theory atau *liquidity theory* menyatakan bahwa harga saham yang terlalu tinggi akan menyebabkan kurang aktifnya saham tersebut diperdagangkan di pasar modal. Oleh karena itu, dengan dilakukannya *stock split*, diharapkan harga saham menjadi tidak akan terlalu tinggi sehingga akan semakin banyak investor potensial yang mampu bertransaksi dan berakibat pada meningkatnya likuiditas saham tersebut. Ketidak-likuidan suatu saham yang di perdagangkan di pasar modal biasanya disebabkan oleh dua hal yaitu saham

yang diperdagangkan harganya terlalu tinggi dan jumlah saham yang beredar di pasar terlalu sedikit (Husnan, 1996).

Dan sisi volume perdagangan, ada kalanya terjadi kondisi dimana volume perdagangan yang terjadi lebih rendah daripada yang seharusnya terealisasi. Hal ini bisa disebabkan oleh dua faktor, pertama adalah keterbatasan investor terhadap modal yang dimiliki, sehingga investor tidak dapat membeli banyak saham dengan tujuan diversifikasi. Kedua, pembatasan yang terjadi karena mekanisme pasar atau situasi dan kondisi pasar, contoh ketika pasar modal sedang mengalami *bearish* (kondisi pasar modal yang cenderung memburuk), maka investor memilih untuk mengambil posisi jual atau *short* dulu, setelah itu barulah melakukan pembelian pada saat harga turun sesuai dengan prinsip "*sell high and buy low*". Sejalan dengan prinsip tersebut, Sambel (1999) mengatakan bahwa jika investor merasa harga dari suatu saham seharusnya berada pada posisi yang lebih tinggi dari harga pasar sekarang atau dengan kata lain dinilai relatif rendah, maka investor akan melakukan pembelian terhadap saham tersebut. Dan sebaliknya, ketika harga saham dinilai terlalu tinggi, maka investor akan melakukan penjualan.

Selain itu, menurut McNicholas dan Dravid (1990) menyatakan bahwa dengan mengarahkan harga saham pada rentang tertentu, diharapkan akan semakin banyak partisipan pasar yang akan meningkatkan likuiditas saham di bursa. Saham yang diperjual belikan dalam kisaran harga yang optimal dianggap memiliki biaya perantara (*brokerage fee*) yang relatif cukup rendah sebesar persentase nilai yang diperdagangkan dan karena itu nampak lebih likuid. Kisaran optimal ini dipertimbangkan sebagai satu kompromi antara keinginan dari investor bermodal besar atau investor institusi dalam meminimalkan biaya perantaraan ketika sekuritasnya berharga tinggi, dengan keinginan dari investor kecil dalam meminimalkan biaya perantaraan *odd-lots* ketika sekuritas berharga rendah (Copeland, 1979).

Stock split dapat menyebabkan partisipan pasar akan lebih luas. Misalnya, sebelum *stock split* saham hanya dapat ditransaksikan satu orang dalam jumlah lot yang sama, maka dengan dilakukannya *stock split* dalam jumlah lot yang sama, saham dapat ditransaksikan oleh beberapa orang sesuai dengan pecahan dari *stock*

split itu sendiri. Apabila jumlah pemegang saham bertambah setelah dilakukannya *stock split*, maka volume perdagangan cenderung juga akan naik (Copeland, 1979). Akan tetapi, ditemukan keadaan ketika dilakukan *stock split* justru terlihat likuiditas perdagangan mengalami penurunan, kondisi saat volume perdagangan setelah *stock split* menjadi lebih rendah daripada sebelumnya, faktor penyebabnya adalah peningkatan biaya transaksi dan *bid-ask spread* yang juga lebih tinggi dari sebelumnya.

Menurut *optimal trading range theory*, dasar pemikiran dari *stock split* adalah diharapkan dengan rendahnya harga saham setelah *stock split*, maka investor kecil yang potensial akan mampu membeli saham tersebut. Harga yang relatif lebih rendah diperkirakan akan mampu menaikkan permintaan saham karena meluasnya bidang wilayah investor potensial sehingga dapat mencapai investor kecil, yang mana sebelum *stock split* tidak mampu membeli saham tersebut. *Optimal trading range hypothesis* berasumsi bahwa investor kecil mempunyai sedikit kemungkinan dibanding investor institusi untuk membeli sejumlah saham yang berharga tinggi walaupun biaya transaksinya lebih rendah dibanding *odd-lots* (jumlah saham kurang dari standar lot, 500 lembar saham), relevansi asumsi ini menjadi lemah dengan adanya pertumbuhan *discount broker* yang mengurangi tambahan persentase biaya perdagangan *odd-lots*.

Pendapat lain mengenai *optimal trading range theory* pun banyak berkembang, antara lain Baker dan Gallagher (1980), mengatakan bahwa kebanyakan manajer yakin bahwa *stock split* adalah cara untuk memelihara harga saham melalui kisaran perdagangan yang optimal, agar dapat lebih memudahkan para investor kecil untuk membeli sejumlah saham sehingga akan menimbulkan naiknya jumlah pemegang saham. Hal ini sejalan dengan Lakonishok dan Lev (1987), menjelaskan tentang *optimal price*, bahwa penurunan harga saham pada level yang dapat menyejajarkan dengan perusahaan sejenis lainnya merupakan motivasi utama dari dilakukannya tindakan *stock split*.

Faktor psikologis juga dapat menjadi penentu dari preferensi masing-masing investor untuk melakukan transaksi. Investor individu biasanya lebih tertarik untuk bertransaksi pada saham-saham berharga rendah. Karena, mereka memandang bahwa saham tersebut berada pada posisi tawar-menawar yang pas

untuk mereka. Sedangkan, untuk investor institusi lebih suka untuk bertransaksi pada saham-saham yang berharga tinggi, karena lebih memiliki reputasi yang baik dan lebih aman secara fundamental perusahaan (Mukherji et al, 1997). Apalagi di Bursa Efek Indonesia (BEI), investor-investor cenderung menggunakan faktor psikologi baik perasaan atau emosional dalam melakukan transaksi.

Menurut Sambel (2000), sejalan dengan penjelasan pada paragraf sebelumnya, faktor emosional (psikologis) mendapatkan perhatian penting dalam bertransaksi. Mengapa demikian? Dalam prakteknya mayoritas investor saham di BEI menggunakan faktor psikologis ini dalam melakukan transaksi jual-beli saham sehingga sering terjadi keadaan dimana investor terbawa arus psikologis individu yang akhirnya menjadi arus psikologis pasar. Jika ada berita yang belum terbukti kebenarannya atau rumor, kadang menjadi sentimen tersendiri untuk keputusan investor. Sedangkan faktor fundamental perusahaan menjadi terlupakan oleh investor, padahal idealnya inilah yang menjadi pertimbangan penting dalam berinvestasi di pasar saham. Seharusnya investor memiliki informasi yang lengkap dan akurat untuk pertimbangan dalam melakukan transaksi perdagangan saham. Namun, pada kenyataannya investor-investor di BEI cenderung tidak menggunakan informasi yang dimilikinya untuk pertimbangan melakukan transaksi saham, walaupun informasi tersebut akurat. Jadi, ditegaskan kembali oleh Sambel (2001) bahwa faktor penentu dalam berinvestasi saham adalah emosional investor, disamping pengetahuan atau intelektual investor itu sendiri.

Berdasarkan semua uraian diatas, yang menjelaskan bahwa *optimal trading range hypothesis* memprediksi mengenai kecilnya investasi yang disyaratkan untuk membeli sejumlah saham akan menaikkan jumlah pemegang saham individu. Pemegang saham institusi tidak terhambat oleh prasyarat pembelian jumlah lot investasi pada harga saham yang tinggi dan mereka dapat melakukan investasi dalam jumlah besar, sehingga apabila mereka memilih investasi pada saham yang berharga rendah maka mereka akan dipengaruhi oleh timbulnya biaya transaksi yang tinggi. Dengan demikian, *optimal trading range hypothesis* memprediksi bahwa jumlah pemegang saham institusi dan proporsi ekuitas yang dipegang oleh institusi akan menurun setelah adanya *stock split*.

2.2.2 *Signaling Theory*

Signaling theory menyatakan bahwa setiap *event* atau kejadian berupa pengumuman, aksi korporasi, atau publikasi mengenai sebuah perusahaan baik yang disengaja maupun tidak, akan memiliki muatan informasi sebagai suatu sinyal yang disampaikan kepada pasar, salah satu contohnya *stock split* yang dilaksanakan oleh perusahaan. *Stock split* memberikan informasi kepada pasar tentang prospek peningkatan terhadap imbal hasil dan likuiditas saham di masa yang akan datang. Pengumuman *stock split* dianggap sebagai sinyal yang diberikan oleh manajemen kepada publik bahwa perusahaan memiliki prospek bagus di kemudian hari.

Sebagaimana yang telah dijelaskan diatas bahwa *stock split* adalah salah satu contoh penyampaian informasi kepada pasar. Hal ini merupakan alasan yang dikemukakan bagi pihak yang berpendapat bahwa hanya perusahaan yang mengharapkan *earning* dari kenaikan harga saham dimasa akan datang pada perusahaan yang akan melakukan *stock split*. Oleh karena itu, *stock split* merupakan sinyal positif dari prospek masa depan sebuah perusahaan. Harga saham nantinya akan naik menyusul adanya pengumuman *stock split*, walaupun pada fakta yang terjadi tidak ada perubahan secara mendasar atas ekuitas perusahaan.

Esensi dari *signaling theory* menyatakan bahwa manajer sebagai pelaksana perusahaan hanya akan melakukan *stock split* apabila mereka optimis bahwa harga saham perusahaan di masa datang akan mengalami kenaikan kembali atau paling tidak harga sahamnya tidak mengalami penurunan. Apabila, manajer menilai bahwa jika keputusan untuk *stock split* akan menyebabkan penurunan terhadap harga saham perusahaan, maka manajer tidak akan mengambil keputusan untuk *stock split*, karena dengan harga saham yang relatif lebih rendah akan menyebabkan kenaikan biaya transaksi perdagangan yang harus dibayarkan. Mengamati bahwa perusahaan yang *undervalued* akan melakukan *stock split* untuk meningkatkan perhatian para analis dan untuk memperoleh manfaat dari penilaian ulang *cash flow* perusahaan di masa yang akan datang (Grinblatt et al, 1984). Menurut, Brennan dan Copeland (1988), jumlah saham yang beredar

setelah *stock split* merupakan sinyal informasi privat untuk manajer yang menguntungkan tentang prospek perusahaan.

Jika dilihat dari sisi broker, *stock split* adalah informasi yang sangat menarik. Karena, dengan adanya *stock split* komisi dari perdagangan yang diperoleh broker akan mengalami kenaikan. Dimana hal ini disebabkan oleh harga saham yang relatif rendah, sehingga persentase komisi akan naik. Jadi, broker cenderung untuk mempublikasikan informasi *stock split* kepada investor (Menicholas dan Dravid, 1990). Menurut, Brennan dan Hughes (1991), model dimana informasi yang didapat cukup menyenangkan, manajer menyampaikan informasi ini melalui pengumuman *stock split* agar menarik perhatian analis dan investor untuk menafsirkan *stock split* sebagai sinyal bahwa manajer memiliki informasi yang menguntungkan. Model ini memprediksi bahwa *stock split* akan menaikkan jumlah pemegang saham karena banyak investor yang akan mempelajari perusahaan. Dugaan ini diperkuat oleh adanya temuan bahwa jumlah analis berhubungan terbalik terhadap harga saham, berarti jumlah analis akan bertambah setelah *stock split*.

Menurut O'Brien dan Bhushan (1990), menemukan bahwa perubahan jumlah pemegang saham institusi berhubungan positif terhadap jumlah analis menyusul berita *stock split*. Karena, investor institusi memiliki mekanisme yang lebih efisien dalam mengumpulkan informasi dibandingkan dengan investor individu, maka investor institusi lebih cepat dalam merespon sinyal yang berisi tentang *stock split*. Tetapi, sinyal yang diterima akan merata dan sama setiap investor, baik investor institusi maupun individu, sehingga reaksi dari mereka akan sama dan berakibat akan menaikkan jumlah pemegang saham. Oleh karena itu, apabila yang terjadi kedua investor sama-sama merespon positif informasi tentang *stock split*, maka tidak akan ada perubahan yang signifikan dalam proporsi kepemilikan saham yang dipegang oleh institusi.

Mengenai kenaikan jumlah pemegang saham, mekanisme yang terjadi adalah terdapat sejumlah pemegang saham yang menjual sahamnya dan saham-saham tersebut akan dibeli oleh sejumlah besar investor baru. Dalam sinyal positif tersebut, ada sejumlah pemegang saham yang menjual sahamnya untuk tujuan likuiditas perdagangan, sedangkan yang lainnya bertujuan untuk

menyeimbangkan kembali *portofolio*-nya, karena *stock split* ditandai dengan meningkatnya harga saham. Saham yang dijual setelah *stock split* akan dibeli oleh para investor baru karena meningkatnya jumlah saham akibat *stock split*.

Dengan demikian, *signaling theory* memprediksi bahwa *stock split* akan meningkatnya jumlah pemegang saham baik investor institusi maupun individu serta tidak ada dasar teori yang menduga adanya pengaruh *stock split* pada proporsi ekuitas yang dipegang oleh institusi. Proporsi ini akan berubah secara signifikan hanya apabila pemegang saham individu dan institusi tidak sama dalam merespon sinyal positif yang disampaikan melalui pengumuman *stock split*.

2.2.3 Perbedaan Prediksi Hipotesis

Seperti pada penjelasan sebelumnya, kedua hipotesis mengenai dampak *stock split* terhadap komposisi kepemilikan perusahaan menunjukkan prediksi yang berbeda, tetapi sebenarnya tidaklah saling berlawanan. Pada dasarnya kedua hipotesis tersebut memprediksi adanya kenaikan jumlah pemegang saham dari investor individu. *Optimal trading range hypothesis* memprediksi bahwa jumlah investor institusi dan proporsi ekuitas yang dimiliki oleh institusi akan menurun setelah *stock split*, dengan catatan, bahwa investor individu memiliki respon yang menganggap bahwa *stock split* adalah informasi yang menguntungkan. Sedangkan, investor institusi cenderung memiliki respon yang negatif terhadap *stock split*, dalam kondisi ini pihak investor individu berperan sebagai pembeli dan investor institusi berperan sebagai penjualnya. Jadi, hipotesis ini memprediksi jumlah investor institusi dan proporsi yang dimiliki institusi akan menurun.

Signaling hypothesis, memprediksi bahwa adanya kenaikan jumlah investor institusi dan menduga tidak ada perubahan dalam proporsi ekuitas yang dimiliki oleh institusi, dengan argumen bahwa kedua kelompok investor baik investor individu maupun institusi sama-sama merespon *stock split* secara positif, sehingga *stock split* akan menaikkan jumlah investor secara keseluruhan, baik investor individu maupun institusi dan tidak ada perubahan yang signifikan pada proporsi ekuitas yang dipegang oleh institusi. Secara ringkas perbedaan prediksi antara kedua hipotesis mengenai dampak dari *stock split* terhadap komposisi kepemilikan dan tingkat likuiditas perdagangan, tergambar pada tabel berikut :

Variabel	Dampak <i>stock split</i> yang diprediksi	
	<i>Signaling Hypothesis</i>	<i>Optimal Trading Range Hypothesis</i>
Jumlah Pemegang Saham Individu	Menaik	Menaik
Jumlah Pemegang Saham Institusi	Menaik	Menurun
Proporsi yang dimiliki institusi	Tetap	Menurun
Likuiditas perdagangan	Menaik	Menaik

Tabel 2.1 – Perbandingan Hipotesis antara *Signaling* dan *Optimal Trading Range*

2.3 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya

2.3.1 Struktur Kepemilikan Pemegang Saham

Dengan harga saham yang relatif lebih rendah dan jumlahnya yang bertambah, maka diperkirakan hal ini akan mempengaruhi struktur pemegang saham dan proporsi kepemilikan sahamnya. *Stock split* menjadikan saham dapat lebih memberikan kemampuan untuk para investor bermodal kecil untuk membelinya dalam jumlah tertentu dan karena itu, akan berakibat dengan meningkatnya jumlah proporsi kepemilikan investor individu pada perusahaan. Sedangkan investor institusi menjadi berkurang proporsi kepemilikannya karena biaya transaksi perdagangan yang relatif lebih besar yang disebabkan oleh jarak *bid-offer* yang meningkat.

Menurut Maloney dan Mulherin (1992), menjabarkan bahwa kepemilikan saham institusi meningkat setelah dilakukannya *stock split*. Kemudian, Lamoureux dan Poon (1987) dan Mukherji et al. (1997), menemukan bahwa jumlah *shareholders* meningkat setelah dilakukannya *stock split*. Akan tetapi, Mukherji et al. (1997) menambahkan bahwa proporsi kepemilikan pemegang saham institusi tidak mengalami perubahan setelah dilakukannya *stock split*. Perusahaan dengan kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang rendah secara signifikan mengalami kenaikan jumlah pemegang saham institusi setelah dilakukannya *stock split*. Sedangkan untuk perusahaan yang kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang tinggi, proporsi saham yang dipegang oleh institusi setelah *stock split* ternyata masih tetap stabil (Szewczyk dan Tsetsekou, 2001).

Menurut Dennis dan Stickland (1998), menemukan bahwa persentase yang meningkat pada proporsi kepemilikan pemegang saham institusi tersebut terjadi pada perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang rendah. Ketika investor institusi menerima sinyal positif dari *stock split*, maka mereka akan berusaha untuk meningkatkan permintaan atas ekuitas perusahaannya. Ekuitas didapatkan dari para pemegang saham yang ada pada waktu itu, apabila mayoritas dari pemegang sahamnya adalah investor institusi, maka dapat diperkirakan tidak akan ada kenaikan pada proporsi kepemilikan pemegang saham institusi, karena salah satu institusi tersebut kemungkinan besar membeli ekuitas dari investor institusi lainnya. Demikian juga sebaliknya, apabila kebanyakan dari pemegang saham waktu itu adalah investor individu, maka dapat diperkirakan akan terlihat adanya kenaikan pada proporsi kepemilikan pemegang saham institusi, karena investor institusi kemungkinan besar membeli ekuitas dari investor individu.

2.3.2 Likuiditas Perdagangan

Pendukung *liquidity hypothesis* menduga bahwa penurunan harga saham yang diakibatkan oleh *stock split* akan memberikan dasar bagi perkembangan perdagangan saham perusahaan. Indikator dari perdagangan yang meningkat adalah saat perdagangan saham menghasilkan volume yang besar berarti likuiditas perdagangan dapat dikatakan meningkat. Hal ini didukung oleh banyak penelitian empiris sebelumnya dalam literatur *stock split* yang membahas volume perdagangan sebelum dan sesudah perusahaan *stock split*. Akan tetapi, faktanya tidaklah konsisten memperlihatkan adanya kenaikan tingkat volume tersebut, banyak penelitian lainnya justru menemukan adanya penurunan volume menyusul adanya *stock split*. Dengan tanpa mensyaratkan pada tingkat kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split*, maka tidak ditemukan adanya kenaikan yang signifikan pada volume perdagangan setelah dilakukannya *stock split*. Tetapi, ketika mensyaratkan pada tingkat kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split*, ditemukan adanya kenaikan volume perdagangan pada perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang rendah. Hal ini berarti bahwa kenaikan volume tersebut

terjadi pada perusahaan yang mengalami kenaikan persentase proporsi kepemilikan pemegang saham institusi

Penjelasan diatas sesuai dengan fakta bahwa investor institusi melakukan perdagangan yang lebih sering daripada investor individu. Kemudian, perubahan struktur menyusul adanya *stock split* tampak menjadi pendorong perubahan volume. Sehingga, perusahaan yang mengalami kenaikan volume perdagangan akibat *stock split* adalah sama halnya dengan perusahaan yang mengalami kenaikan proporsi kepemilikan pemegang saham institusi menyusul dilakukannya *stock split*. Sejumlah studi memperlihatkan bahwa likuiditas saham meningkat setelah *stock split* (Muscarella dan Vetsuypens, 1996), sementara studi lain memperlihatkan bahwa likuiditas saham setelah *stock split* tidaklah lebih tinggi dari saham yang tidak dipecah (Lakonishok dan Lev, 1987), atau bahwa likuiditas saham justru menurun setelah dilakukannya *stock split* (Copeland, 1979, Lamoureux, 1987, Convey et al., 1990, dan Gray, 1996). Penelitian mengenai perubahan volume akibat *stock split* tersebut memperlihatkan fakta yang berbeda-beda, tetapi dengan menghubungkan perubahan volume ini dengan proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split*, maka penyebab perbedaan hasil temuan tersebut menjadi lebih jelas.

2.4 Kerangka Konseptual Penelitian

2.4.1 Volume, Nilai dan Frekuensi Perdagangan

Menurut Dennis dan Stickland (1998), menemukan pola volume sebelum *stock split* yang serupa dengan hasil Lakonishok dan Lev (1987), yaitu rata-rata volume mengalami kenaikan dalam 24 bulan sebelum *stock split*. Sedangkan pola volume setelah *stock split* berbeda dengan hasil Lakonishok dan Lev (1987), yaitu ada penurunan yang kecil pada rata-rata volume yang terjadi tidak lama setelah *stock split*. Dennis dan Stickland (1998) menguji perbedaan rata-rata volume periode yang sama antara sebelum dan setelah *stock split* menemukan bahwa mayoritas bulan-bulan setelah *stock split* memiliki target volume yang besar. Secara keseluruhan, ada bukti lemah pada pola kenaikan volume yang kecil, yang hasilnya tidak mendukung secara kuat adanya tambahan likuiditas perdagangan akibat *stock split*.

Lamoureux dan Poon (1987), menemukan adanya kenaikan substansial dalam jumlah *shareholders* bagi perusahaan yang melakukan *stock split*. Sedangkan hasil penelitian Dennis dan Stickland (1998), memperlihatkan bahwa rata-rata perubahan volume menurun secara monoton dari kuartil yang rendah ke kuartil yang kepemilikan pemegang saham institusi yang tinggi. Hasil ini menjelaskan bahwa potensial tambahan likuiditas perdagangan dari *stock split* merupakan fungsi dari proporsi kepemilikan pemegang saham sebelum *stock split*. Kemudian, Dennis dan Stickland (1998), mengulas hubungan antara perubahan volume dengan tingkat kepemilikan pemegang saham institusi yang menggunakan regresi sebagai berikut :

$$\Delta Volume = \alpha + \beta_1 (Size) + \beta_2 (Institutional) + \varepsilon$$

Hasil regresi mereka ini menjelaskan bahwa ada tambahan likuiditas perdagangan yang kuat akibat penurunan harga saham. Tambahan likuiditas perdagangan dapat diobservasi hanya apabila ada satu pengkondisian terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split*.

2.4.2 Kepemilikan Pemegang Saham Institusi

Lamoureux dan Poon (1987), menemukan bahwa perusahaan yang melakukan *stock split* akan memperoleh kenaikan yang nyata pada jumlah pemegang sahamnya, penelitian ini secara umum tidak membedakan antara investor institusi dengan individual. Demikian juga dengan penelitian oleh Mukherji et al. (1997) yang menyebutkan bahwa *stock split* dapat meningkatkan jumlah investor institusi dan individual serta proporsi akhir dari kedua kepemilikan ini adalah sama. Penelitian Dennis dan Stickland (1998), yang menggunakan data kuartalan proporsi kepemilikan pemegang saham institusi menampilkan bahwa pola delapan kuartal sebelum *stock split* menunjukkan adanya kenaikan kepemilikan pemegang saham institusi sedangkan pola setelah *stock split* berbeda cukup nyata dibanding yang terjadi sebelum *stock split*, tetapi secara keseluruhan hasil penelitian ini serupa dengan Mukherji et al. (1997) yang

menjelaskan bahwa *stock split* secara fundamental tidak mengubah struktur kepemilikan perusahaan.

Persentase perubahan kepemilikan pemegang saham institusi yang terjadi pada periode sebelum pengumuman *stock split* meningkat dalam seluruh empat kuartal sampel perusahaan. Perubahan kepemilikan pemegang saham institusi periode setelah pengumuman memperlihatkan pola yang monoton. Hasil ini memberi indikasi bahwa perusahaan dengan kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang rendah secara dramatis meningkatkan proporsi kepemilikan pemegang saham institusi mereka menyusul adanya *stock split*. Sedangkan perusahaan dengan kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang tinggi, tidak mengalami kenaikan dalam proporsi kepemilikan pemegang saham institusi (Dennis dan Strickland, 1998).

Hasil ini konsisten dengan Merton (1987), serta Brennan dan Hughes (1991) dimana investor hanya mengetahui sekumpulan perusahaan secara umum. Para broker dan analis menyediakan *informasi* kepada investor dan memperoleh *fee* sebagai imbalan atas pelayanan mereka. Apabila jumlah komisi yang diterima analis berkebalikan dengan harga saham, maka para analis lebih terdorong untuk memperhatikan saham yang berharga lebih rendah. Karena, investor institusi melakukan perdagangan lebih sering dibandingkan dengan investor individu, maka broker dan analis lebih terdorong untuk menaikkan jumlah lembar saham yang berharga rendah tersebut kepada investor institusi. Apabila proporsi kepemilikan pemegang saham institusi dalam perusahaan sudah tinggi, maka broker akan mengalami kesulitan dalam memperoleh saham untuk investor institusinya. Tetapi apabila proporsi kepemilikan pemegang saham institusi dalam perusahaan masih rendah, maka broker akan mengajak investor institusi untuk menambah kepemilikan sahamnya dalam perusahaan.

Bukti pada kenaikan likuiditas perdagangan dan kenaikan kepemilikan pemegang saham institusi untuk kepemilikan pemegang saham institusi yang rendah pada perusahaan yang melakukan *stock split* memberi kejelasan bahwa kenaikan likuiditas perdagangan merupakan fungsi dari kenaikan kepemilikan pemegang saham institusi. Regresi *Cross Section* dalam penelitian Dennis dan Strickland (1998), yang menguji perubahan volume dalam fungsi dan persentase

perubahan kepemilikan pemegang saham institusi, memperoleh hasil sebagai berikut :

$$\Delta Volume = 0,158 + 0,273 (\% \Delta \text{ in Institutional Ownership}) + \varepsilon$$

Hasil regresi ini memberikan indikasi bahwa kenaikan likuiditas perdagangan saham perusahaan yang melakukan *stock split* paling tidak secara partial merupakan hasil dari kenaikan kepemilikan pemegang saham institusi.

2.5 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penjelasan yang telah dijabarkan sebelumnya, maka dapat dirumuskan enam hipotesis, yaitu:

- a. Hipotesis tentang proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* dan likuiditas perdagangan (volume, nilai dan frekuensi).
 1. Rata-rata volume, nilai dan frekuensi perdagangan saham perusahaan yang melakukan *stock split* periode setelah *stock split* lebih tinggi dari periode sebelum *stock split*. Dengan kata lain, perusahaan yang melakukan *stock split* mengalami kenaikan likuiditas perdagangan.
 2. Perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang tinggi, tidak akan mengalami kenaikan likuiditas perdagangan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang rendah, akan mengalami kenaikan likuiditas perdagangan.
 3. Proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* berpengaruh negatif terhadap perubahan volume, nilai dan frekuensi perdagangan (likuiditas perdagangan).

- b. Hipotesis tentang proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split*, perubahan proporsi kepemilikan pemegang saham institusi dan perubahan likuiditas perdagangan
1. Tidak ada perbedaan rata-rata proporsi kepemilikan pemegang saham institusi antara sebelum *stock split* dengan setelah *stock split*. Dengan kata lain, *stock split* tidak mengubah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi.
 2. Proporsi kepemilikan pemegang saham institusi sebelum *stock split* yang tinggi, tidak akan mengalami kenaikan kepemilikan pemegang saham institusi. Dan sebaliknya.
 3. Perubahan proporsi kepemilikan pemegang saham institusi akibat *stock split* mempunyai pengaruh positif terhadap perubahan likuiditas perdagangan.

