

# Stock Split, Fraksi Perdagangan, dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta

Irwan Adi Ekaputra  
Okta Zuriani Eka Putri

## Abstract

Companies often split their stocks to adjust prices and increase liquidity. This paper investigates the impact of stock split on stock liquidity in the Jakarta Stock Exchange. Liquidity is measured using two interrelated proxies. First, we use relative bid-ask spread (RS) to measure two-dimension liquidity: immediacy and width. Second, we use depth to relative spread (DTRS) ratio to measure the more complete or three-dimension liquidity: immediacy, width, and depth. We deduce the impact of stock split on liquidity will depend on the tick size after the split. To examine, we divide the sample into two groups. The first group consists of stocks experiencing tick size decline, while the second group consists of stocks traded using the same tick size after the split. Our investigations confirm that stock split enhances two-dimension liquidity, only if the split reduces stock tick size. In other words, stock split does not improve two-dimension liquidity if it does not decrease the tick size. Moreover, because of market depth and relative spread trade-off, stock split does not promote three-dimension liquidity, regardless of its effect on the tick size.

**Keywords:** Jakarta Stock Exchange, market microstructure, stock split, tick size, liquidity JEL Classification: G14, G15, G18

## Stock Split

Secara umum terdapat dua jenis *split* yaitu *split-up* dan *split-down*. *Split-up* lebih dikenal sebagai *stock split*, sedangkan *split-down* dikenal sebagai *reverse split*. *Stock split* merupakan distribusi saham yang tidak berpengaruh pada aliran kas perusahaan, total asset, nilai perusahaan, maupun proporsi kepemilikan saham. Manajemen perusahaan melakukan *stock split* karena beberapa tujuan, antara lain: memberi sinyal positif tentang prospek perusahaan, mencari harga saham optimal, dan meningkatkan likuiditas saham.

Sebagian perusahaan berupaya menyampaikan informasi atau sinyal

kepada investor bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan positif. *Stock split* diharapkan memberi sinyal kepada investor bahwa saham perusahaan masih *undervalue*, dan akan terjadi peningkatan *dividend yield* dimasa yang akan datang (Brennan dan Hughes, 1991).

Selain itu, perusahaan melakukan *stock split* karena harga sahamnya dinilai sudah terlalu tinggi, sehingga mengurangi kemampuan investor ritel untuk membelinya. *Stock split* dilakukan agar harga saham menjadi optimal bagi investor kecil, dan pada akhirnya meningkatkan jumlah pemegang saham perusahaan. *Trading range theory* menyatakan harga saham yang relatif tinggi menyebabkan saham perusahaan kurang aktif diperdagangkan. Karena itu, jika harga saham dinilai sudah terlalu tinggi, perusahaan melakukan *stock split* agar harga sahamnya dapat dipertahan-

kan pada kisaran tertentu yang dianggap optimal (Anshuman dan Avner, 2002).

Selanjutnya motivasi lain manajemen perusahaan melakukan *stock split* adalah meningkatkan likuiditas saham. *Stock split* menurunkan harga saham dan meningkatkan jumlah saham yang diperdagangkan. Kedua hal ini diharapkan meningkatkan volume perdagangan, jumlah pemegang saham, dan tentu saja likuiditas (Lamoureux dan Poon, 1987).

Di Bursa Efek Jakarta (BEJ), perusahaan publik mulai melakukan *stock split* sejak tahun 1993, dan cenderung meningkat dari tahun ke tahun. Peningkatan ini mungkin disebabkan *stock split* dianggap berhasil memenuhi tujuan perusahaan, yang antara lain adalah memperbaiki likuiditas saham perusahaan.

Berkaitan dengan perbaikan likuiditas, hasil penelitian di bursa beberapa negara menunjukkan kesimpulan yang berbeda-beda. Sebagian menemukan *stock split* berhasil meningkatkan likuiditas (Baker dan Gallagher, 1980; Lamoureux dan Poon, 1987; Najmudin, 2002), sebagian menurunkan likuiditas (Copeland, 1979; Conroy et al., 1990; Fatmawati dan Marwan, 2002), dan sebagian lainnya tidak mempengaruhi likuiditas (Najmudin, 2002).

Dilandasi berbagai perbedaan fakta empiris, penelitian ini dilaksanakan dengan tujuan mempelajari dampak *stock split* pada likuiditas dua dimensi yang diukur dengan *relative bid-ask spread* (RS), dan likuiditas tiga dimensi yang diukur dengan *depth to relative spread* (DTRS) (Ekaputra dan Bashara, 2006; Purwoto dan Tandililin, 2004).

Penelitian ini juga dilandasi dugaan bahwa dampak *stock split* terhadap likuiditas tergantung dari fraksi perdagangan setelah aksi tersebut. Sebab itu penelitian ini membedakan kelompok

Dr. Irwan Adi Ekaputra,  
Staf pengajar FEUI  
Okta Zuriani Eka Putri, MSM.,  
Alumna PSIM., FEUI

saham yang mengalami dan tidak mengalami penurunan fraksi perdagangan setelah *stock split*.

### Likuiditas Saham

Suatu aset disebut likuid apabila aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah besar dengan waktu yang singkat, biaya yang rendah, dan tanpa mempengaruhi harga. Menurut Harris (2003) setidaknya terdapat empat dimensi dalam likuiditas:

1. *Immediacy*, adalah biaya untuk segera melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu.
2. *Width*, atau *market spread* merupakan selisih minat jual (*ask*) terbaik dan minat beli terbaik (*bid*), yang dapat segera dimanfaatkan oleh pelaku pasar untuk bertransaksi.
3. *Depth*, menunjukkan jumlah atau nilai transaksi yang dapat segera diserap pasar tanpa mempengaruhi tingkat harga.
4. *Resiliency* merupakan fungsi dari waktu, yaitu seberapa cepat harga dapat kembali pada tingkat yang semestinya (mencerminkan harga fundamentalnya), apabila pada suatu saat terdapat arus order yang tidak seimbang.

Untuk mengukur dimensi *immediacy* dan *width*, proksi yang bisa digunakan adalah *nominal spread* atau *relative spread*. *Nominal spread* adalah selisih minat jual terbaik (*best offer* atau *best ask*) dikurangi dengan minat beli terbaik (*best bid*). Sedangkan *relative spread* (RS) adalah *nominal spread* dibagi dengan nilai tengah antara minat jual terbaik dan minat beli terbaik. Semakin kecil nilai RS, berarti tingkat likuiditas (dua dimensi) semakin baik. *Relative spread* umum digunakan karena sudah tidak mengandung satuan mata uang, sehingga mudah membandingkan likuiditas antar-saham dan antarpasar (Ekaputra, 2006).

Selanjutnya, untuk mengukur *depth* digunakan *best ask depth* dan *best bid depth*. *Ask (bid) depth* adalah harga *ask (bid)* terbaik dikalikan dengan jumlah lembar saham pada *ask (bid)* tersebut. Berbeda dengan *spread*, semakin besar nilai *depth* berarti semakin baik tingkat likuiditas.

Apabila pada saat yang sama terjadi penurunan *relative spread* dan *depth*, maka

untuk mengukur ketiga dimensi likuiditas, akan digunakan rasio antara *depth to relative spread* (DTRS). Semakin tinggi nilai DTRS berarti semakin baik tingkat likuiditas (tiga dimensi) saham (Ekaputra dan Basharat, 2006; Purwoto dan Tandellin, 2004)

### Beberapa Penelitian Sebelumnya

Tujuan manajemen perusahaan melakukan *stock split* antara lain adalah menarik perhatian investor kecil, meningkatkan jumlah pemegang saham, dan meningkatkan likuiditas. *Stock split* menurunkan harga dan meningkatkan jumlah saham yang beredar, sehingga lebih banyak investor kecil yang dapat berpartisipasi. Pada akhirnya partisipasi investor kecil diharapkan mampu meningkatkan jumlah pemegang saham (Baker dan Gallagher, 1980; Lakonishok dan Lev, 1987).

Berkaitan dengan likuiditas, setelah *stock split*, Lamoureux dan Poon (1987) menemukan peningkatan likuiditas, namun sebaliknya, Copeland (1979) dan Conroy et. al. (1990) menemukan penurunan likuiditas. Ukuran likuiditas diproksi dengan volume perdagangan dan *bid-ask spread*.

Di Bursa Efek Jakarta, Setiawasih (2000) dan Yusep (2001) menemukan adanya potensi *abnormal return* diseperti pengumuman *stock split*. Najmudin (2002) mengungkapkan perusahaan dengan proporsi kepemilikan institusi yang rendah, mengalami kenaikan likuiditas yang signifikan setelah *split*, sedangkan perusahaan dengan kepemilikan institusi yang tinggi tidak mengalami kenaikan likuiditas setelah *split*. Selain itu, perusahaan dengan proporsi kepemilikan institusi yang rendah akan memperoleh *abnormal return* positif, sedangkan perusahaan dengan proporsi kepemilikan institusi yang tinggi, tidak memperoleh *abnormal return* yang signifikan.

Selanjutnya, Fatmawati dan Marwan (2002) memperoleh *relative bid-ask spread* saham yang meningkat, atau berarti terjadi penurunan likuiditas saham setelah *stock split*. Hasil penelitian tersebut sesuai

dengan penelitian yang dilakukan Copeland (1979) dan Conroy et al. (1990).

### Data dan Metodologi

Penelitian ini menggunakan data transaksi dan data arus order (*order flow*) saham-saham yang tercatat di BEJ. Interval pengamatan adalah setiap sesi perdagangan, sehingga setiap hari akan diperoleh dua observasi dari setiap saham.

Sampel penelitian diambil dari seluruh saham perusahaan yang terdaftar di BEJ. Saham yang terpilih sebagai sampel harus memenuhi beberapa kriteria:

1. Melakukan *stock split* antara periode Januari 2002 hingga Juli 2005.
2. Memiliki data transaksi yang lengkap selama periode pengamatan, yaitu selama tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah *stock split*.
3. Memiliki data arus order yang lengkap selama periode pengamatan.
4. Tidak membagikan dividen saham maupun dividen tunai selama periode pengamatan.
5. Tidak mengalami *delisting*.

Dari kriteria yang telah ditentukan, diperoleh 33 saham sebagai sampel penelitian. Sebelas saham melakukan *stock split* pada tahun 2002, delapan saham pada tahun 2003, dua belas saham pada tahun 2004, dan dua saham pada tahun 2005 (lihat Tabel 1).

Tabel 1.  
Jumlah saham yang mengalami *stock split* dan yang termasuk dalam sampel penelitian periode tahun 2002 hingga tahun 2005.<sup>a)</sup>

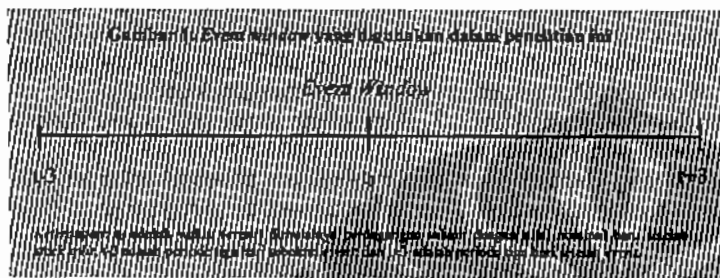
Tahun	Jumlah saham yang mengalami <i>stock split</i>	Jumlah saham yang termasuk dalam sampel
2002	11	11
2003	10	8
2004	13	12
2005 <sup>b)</sup>	2	2
JUMLAH	36	33

<sup>a)</sup>periode Januari – Juli  
<sup>b)</sup>sumber: diolah penulis

Selanjutnya sampel dibagi menjadi dua kelompok berdasarkan berubah atau tidaknya fraksi perdagangan (*lick size*) setelah *stock split*. Kelompok 1 merupakan kelompok saham yang mengalami perubahan fraksi perdagangan dan terdiri dari 20 saham. Kelompok 2 merupakan saham yang tidak mengalami perubahan fraksi perdagangan dan terdiri dari 13 saham. Pembagian ini dilandasi dugaan

bahwa dampak *stock split* pada tingkat likuiditas saham, tergantung dari berubah atau tidaknya fraksi perdagangan setelah *stock split*.

Penelitian ini menggunakan metode *event study*, pengujian beda rerata, dan model regresi berganda. Periode *event window* terdiri dari tiga hari perdagangan sebelum *event stock split* ( $t_0$ ), dan tiga hari perdagangan setelah *event* (Gambar 1).



#### Tingkat Likuiditas Sebelum dan Setelah Stock Split

Untuk mengetahui perbedaan tingkat likuiditas sebelum dan setelah *stock split*, digunakan uji-t dua arah (*two-tailed parametric paired t-test*). Parameter likuiditas yang digunakan pada penelitian ini adalah *bid-ask spread* relatif dan rasio antara *depth to relative spread*, yang diukur pada setiap akhir sesi perdagangan selama periode pengamatan.

#### Relative bid-ask spread (RS)

*Bid-ask spread* terbaik atau dikenal sebagai *market spread*, merupakan proksi dari dimensi *immediacy* dan *width*, serta berbanding terbalik dengan tingkat likuiditas (dua dimensi). Peningkatan *market spread* suatu saham berarti investor yang ingin mentransaksikan saham tersebut dengan cepat, harus membayar *spread* lebih lebar (mahal). Berdasarkan dimensi *immediacy* dan *width*, kenaikan *spread* saham mencerminkan penurunan likuiditas.

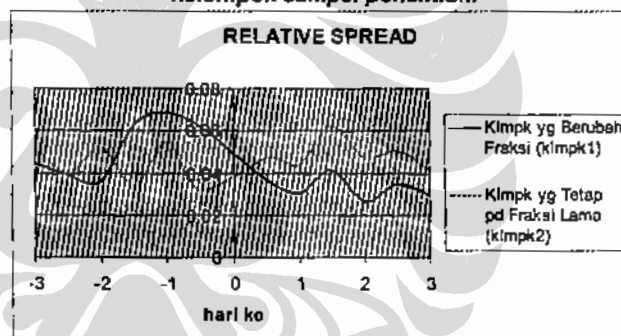
Dalam penelitian ini, *market spread* diukur dengan *relative spread* (RS) yaitu, selisih penawaran jual terbaik (*best offer* atau *best ask*) dikurangi penawaran beli terbaik (*best bid*), dibagi dengan nilai tengah antara penawaran jual terbaik dan penawaran beli terbaik:

$$\text{Relative Spread}_{i,t} = \frac{A_{i,t} - B_{i,t}}{(A_{i,t} + B_{i,t})/2}$$

dimana, *Relative Spread<sub>i,t</sub>* adalah *market spread* relatif saham *s* pada periode *t*,  $A_{i,t}$  adalah harga penawaran jual (*ask*) terbaik saham *s* pada periode *t*, dan  $B_{i,t}$  adalah harga penawaran beli (*bid*) terbaik saham *s* pada periode *t*.

Seperti telah dikemukakan sebelumnya, sampel penelitian dibagi menjadi dua kelompok. Kelompok 1 terdiri dari saham-saham yang mengalami perubahan fraksi perdagangan setelah *split*, sedangkan kelompok 2 terdiri dari saham-saham yang tidak mengalami perubahan fraksi perdagangan setelah *split*.

Gambar 2. Plot rerata bid-ask spread relatif (relative spread) menurut periode event window, untuk setiap kelompok sampel penelitian.



Sumber: diolah penulis

Dari Gambar 2, terlihat adanya perbedaan pola runtun waktu *relative spread* pada kedua kelompok sampel. Untuk kelompok 1, atau kelompok saham yang tidak berubah fraksi perdagangannya, RS cenderung menurun setelah peristiwa *stock split* (hari ke-0). Sebaliknya, pada kelompok 2 atau kelompok saham yang tidak berubah fraksi perdagangannya, nilai RS cenderung meningkat setelah *split*.

Untuk menarik inferensi terhadap populasi, dilakukan uji statistik perbedaan rerata RS sebelum dan setelah *split* untuk kedua kelompok sampel, dengan hipotesis tidak ada perbedaan rerata RS sebelum dan sesudah *stock split*.

Secara statistik hipotesis yang diuji adalah:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

Dari Tabel 2 terlihat bahwa setelah *stock split* nilai RS pada kelompok 1 turun sekitar 36,36 persen, sedangkan nilai RS pada kelompok 2 meningkat sekitar 11,55 persen. Hasil uji-t pada kelompok 1 secara signifikan membuktikan bahwa *stock split* menurunkan nilai RS atau meningkatkan likuiditas. Sebaliknya hasil uji-t pada kelompok 2 tidak signifikan, atau menunjukkan bahwa *stock split* tidak mengubah rerata nilai RS. Dengan demikian sampel penelitian ini mendukung dugaan bahwa *stock split* hanya mampu memperbaiki tingkat likuiditas dua dimensi saham-saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan.

#### Depth to relative spread (DTRS)

Berbeda dengan peningkatan *spread* yang berarti penurunan likuiditas, peningkatan *depth* berarti peningkatan likuiditas. Padahal penelitian Ekaputra dan Basharat (2006) dan Purwoto dan Tandellin (2004) membuktikan bahwa penurunan fraksi perdagangan cenderung menurunkan pula *spread* dan *depth*.

Untuk mengukur perubahan tingkat likuiditas tiga dimensi, mengikuti beberapa penelitian sebelumnya, digunakan rasio *depth to relatif spread* (DTRS). Rasio ini digunakan untuk menghitung *trade-off* antara penurunan *spread* dan *depth*. Semakin tinggi nilai DTRS, berarti semakin baik pula likuiditas tiga dimensi suatu saham.

*Depth to relative spread ratio* (DTRS) adalah rata-rata *ask-depth* dan *bid-depth* dibagi *relative spread*, atau secara matematis dapat ditulis:

$$\text{Depth-to-Relative Spread}_{i,t} = \frac{(\text{Ask Depth}_{i,t} + \text{Bid Depth}_{i,t})/2}{\text{Relative Spread}_{i,t}}$$

dimana  $Depth\ to\ Relative\ Spread_t$ , adalah nilai rasio  $depth\ to\ relative\ spread$  (DTRS) saham pada periode  $t$ , dan  $Ask(Bid)\ Depth_t$ , adalah harga  $ask$  ( $bid$ ) terbaik saham  $s$  pada periode  $t$  dikalikan dengan jumlah lembar saham pada harga  $ask$  ( $bid$ ) terbaik.

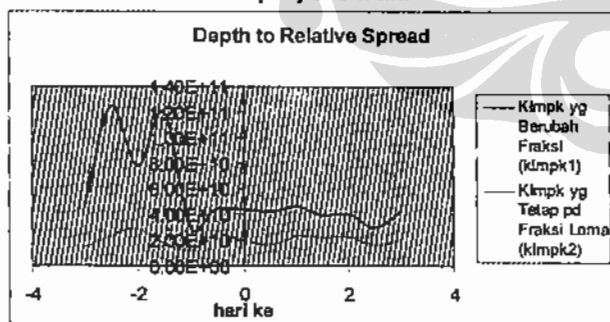
Selanjutnya, pada Tabel 3 disajikan hasil uji statistik perbedaan rerata DTRS sebelum dan setelah  $split$  untuk kedua kelompok sampel. Hipotesis pengujian adalah tidak ada perbedaan rerata DTRS sebelum dan sesudah  $stock\ split$ , dan secara statistik hipotesis yang diuji adalah:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

Berdasarkan Tabel 3, terlihat bahwa setelah  $stock\ split$  kelompok 1 mengalami penurunan rerata DTRS yang signifikan sekitar 45.95 persen, sedangkan kelompok 2 tidak mengalami perubahan rerata DTRS. Berbeda dengan likuiditas dua dimensi, hal ini mengindikasikan bahwa likuiditas tiga dimensi kelompok 1 mengalami penurunan, sedangkan likuiditas tiga dimensi kelompok 2 tidak mengalami perubahan. Namun demikian, jelas bahwa dampak  $stock\ split$  pada tingkat likuiditas saham, tergantung dari berubah atau tidaknya fraksi perdagangan. Gambar 3 menyajikan plot rerata DTRS selama periode pengamatan, untuk masing-masing kelompok sampel.

Gambar 3. Plot rerata Depth to Relative Spread menurut periode dalam event window untuk setiap kelompok sampel penelitian.



Sumber: diolah penulis

### Model Regresi Berganda

Beberapa hasil penelitian terdahulu menemukan dampak harga saham, volatilitas  $return$  sebagai proksi asimetri informasi, dan volume transaksi sebagai proksi keberadaan  $utilitarian\ trader$ , pada

Tabel 2. Hasil uji *two-tailed parametric paired t-test* beda rerata *relative bid-ask spread* (RS) antara sebelum dan sesudah  $stock\ split$ , pada setiap kelompok sampel

Kelompok Sampel	Rerata		Perubahan <sup>c</sup> (b-a)/a	t-statistik <sup>d</sup>	Signifikan
	Sebelum <sup>a</sup>	Sesudah <sup>b</sup>			
Kelompok 1 <sup>f</sup>	0,052173	0,033202	-36,36%	2.650	0,046
Kelompok 2 <sup>g</sup>	0,043623	0,048663	11,55%	-0.676	0,156

<sup>a</sup>Rerata *relative spread* (RS) periode sebelum  $split$

<sup>b</sup>Rerata *relative spread* (RS) periode sesudah  $split$

<sup>c</sup>Persentase perubahan rerata *relative spread*

<sup>d</sup>Uji beda rerata menggunakan *two-tailed parametric paired t-test*

<sup>e</sup>Terdiri dari 20 saham yang mengalami perubahan fraksi perdagangan setelah  $split$

<sup>f</sup>Terdiri dari 13 saham yang tidak mengalami perubahan fraksi perdagangan setelah  $split$

Sumber: diolah penulis

Tabel 3. Hasil uji *two-tailed parametric paired t-test* beda rerata *depth to relative spread* (DTRS) antara sebelum dan sesudah  $stock\ split$ , pada setiap kelompok sampel

Kelompok Sampel	Rerata		Perubahan <sup>c</sup> (b-a)/a	t-statistik <sup>d</sup>	Signifikan
	Sebelum <sup>a</sup>	Sesudah <sup>b</sup>			
Kelompok 1 <sup>f</sup>	7,40E+10	4,00E+10	-45,95%	2.194	0,08
Kelompok 2 <sup>g</sup>	2,00E+10	2,00E+10	0	-0.163	0,877

<sup>a</sup>Rerata *depth to relative spread* sebelum  $stock\ split$

<sup>b</sup>Rerata *depth to relative spread* sesudah  $stock\ split$

<sup>c</sup>Perubahan rerata *depth to spread* (selisih rerata *depth to spread* periode sebelum dan sesudah)

<sup>d</sup>Uji beda rerata menggunakan *two-tailed parametric paired t-test*

<sup>e</sup>Terdiri dari 20 saham yang mengalami perubahan fraksi perdagangan setelah  $split$

<sup>f</sup>Terdiri dari 13 saham yang tidak mengalami perubahan fraksi perdagangan setelah  $split$

Sumber: diolah penulis

tingkat likuiditas saham (Ekaputra, 2006; Ekaputra dan Basharat, 2006; Harris, 2003; Purwoto dan Tandellilin, 2004).

Untuk memastikan apakah aksi  $stock\ split$  mempengaruhi likuiditas saham, maka dilakukan analisis model regresi berganda dengan menggunakan beberapa variabel kontrol, berupa variabel-variabel lain yang telah terbukti berdampak pada likuiditas saham. Untuk mempelajari dampak  $stock\ split$  pada tingkat likuiditas saham dua dimensi dan tiga dimensi, digunakan dua model regresi dengan dua variabel terikat yang persis sama. Kedua model regresi selengkapannya adalah:

$$LnRS = \beta_0 + \beta_1 Ln\ PRICE + \beta_2 Ln\ VOLA + \beta_3 Ln\ VOLUME + \beta_4 DS + \epsilon \quad (1) \text{ dimensi}$$

$$LnDTRS = \beta_0 + \beta_1 Ln\ PRICE + \beta_2 Ln\ VOLA + \beta_3 Ln\ VOLUME + \beta_4 DS + \epsilon \quad (2) \text{ Sebaliknya pada}$$

dimana RS adalah *bid-ask spread* relatif (*relative spread*); DTRS adalah rasio *depth to relative spread*; PRICE adalah harga

penutupan saham pada akhir setiap sesi perdagangan; VOLA adalah volatilitas  $return$  saham yang diukur dengan standar deviasi  $return$ ; VOLUME adalah jumlah lembar saham yang ditransaksikan dalam setiap sesi perdagangan; DS adalah variabel boneka (*dummy*) yang bernilai 1 (satu) untuk saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan pada periode sesudah  $stock\ split$ , dan bernilai 0 (nol) untuk saham yang tidak mengalami penurunan fraksi perdagangan sesudah  $stock\ split$ , serta untuk saham pada periode sebelum  $stock\ split$ . Penentuan nilai DS didasarkan pada hasil uji t yang memperkuat dugaan bahwa dampak  $stock\ split$  pada tingkat likuiditas, tergantung dari berubah atau tidaknya fraksi perdagangan saham setelah  $stock\ split$ .

Meskipun kedua model menggunakan variabel bebas yang sama, koefisien regresi variabel DS yang diharapkan berbeda. Pada model (1), variabel DS diharapkan bernilai negatif, karena semakin rendah RS berarti semakin baik tingkat likuiditas dua dimensi. Sebaliknya pada model (2), variabel DS diharapkan bernilai positif, karena semakin tinggi DTRS berarti semakin baik tingkat likuiditas tiga dimensi.

Tabel 4. Hasil regresi variabel *relative spread* dan *depth to relative spread* terhadap variabel harga, volatilitas, volume transaksi, dan variabel boneka (*dummy*).

Variabel Tak Bebas	Variabel Bebas					Adjusted R <sup>2</sup>	F-Stat
	Intersep (t-stat)	LnPRICE (t-stat)	Ln VOLA (t-stat)	Ln VOLUME (t-stat)	DS (t-stat)		
LnRS	2,384 (5,235)***	-0,383 (-9,225)***	-0,191 (-8,418)***	0,237 (3,088)***	-0,221 (-1,711)**	0,763	47,559***
LnDTRS	1,718 (1,928)**	1,034 (12,708)***	0,886 (19,905)***	-0,583 (-3,885)***	0,082 (0,326)	0,916	158,316***

\*signifikan pada taraf 10%, \*\*signifikan pada taraf 5%, \*\*\*signifikan pada taraf 1%

Sumber: diolah penulis

Hasil estimasi model (1) dan (2) selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 4. Dari model (1) terlihat bahwa intersep dan semua variabel kontrol secara signifikan mempengaruhi tingkat likuiditas dua dimensi. Nilai koefisien determinasi (*adjusted R<sup>2</sup>*) sebesar 0.763, menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel bebas mampu menerangkan 76,3 persen variasi variabel terikat. Dilihat dari koefisien variabel DS, terlihat bahwa *stock split* mampu menurunkan rerata *relative spread* atau meningkatkan likuiditas dua dimensi, khusus untuk saham-saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan setelah *stock split*. Hasil analisis model regresi (1) sesuai dengan hasil uji t yang disajikan pada Tabel 2.

Selanjutnya dari hasil estimasi model (2), terlihat bahwa intersep dan semua variabel kontrol mempengaruhi tingkat likuiditas tiga dimensi. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* model (2) sebesar 0.916 lebih baik dari model (1). Nilai tersebut menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel bebas mampu menjelaskan sekitar 91,6 persen variasi variabel terikat. Meskipun tidak signifikan, koefisien variabel DS bertanda negatif atau selaras dengan dengan hasil uji beda rerata yang disajikan pada Tabel 3. Dengan demikian tampak bahwa *stock split* tidak meningkatkan nilai DTRS, dan bahkan cenderung menurunkan tingkat likuiditas tiga dimensi saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan.

#### Kesimpulan

Salah satu tujuan perusahaan melakukan *stock split* adalah menyesuaikan tingkat harga saham untuk meningkatkan likuiditas. Penelitian ini menggunakan *bid-ask spread* relatif (RS) untuk mengukur tingkat likuiditas dua dimensi (likuiditas berdasarkan dimensi *width* dan *immediacy*),

dan rasio *depth to relative spread* (DTRS) untuk mengukur tingkat likuiditas tiga dimensi (likuiditas berdasarkan dimensi *width*, *immediacy*, dan *depth*).

Hasil uji beda rerata membuktikan bahwa *stock split* meningkatkan likuiditas dua dimensi kelompok saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan, dan tidak mempengaruhi likuiditas kelompok saham yang tidak mengalami penurunan fraksi perdagangan. Sebaliknya, *stock split* memperburuk likuiditas tiga dimensi kelompok saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan, namun tidak mempengaruhi likuiditas kelompok saham yang tidak mengalami penurunan fraksi perdagangan. Kedua fakta ini mendukung dugaan awal bahwa dampak *stock split* pada likuiditas tergantung dari fraksi perdagangan saham setelah *stock split*.

Hasil regresi berganda menggunakan tiga variabel kontrol yang mempengaruhi likuiditas, ternyata mendukung dan selaras dengan hasil uji beda rerata. Aksi *stock split* terbukti meningkatkan likuiditas dua dimensi, namun tidak memperbaiki likuiditas tiga dimensi saham-saham yang mengalami penurunan fraksi perdagangan. Ketidakmampuan *stock split* memperbaiki likuiditas tiga dimensi disebabkan proporsi penurunan *width* yang cenderung lebih besar dibandingkan penurunan *relative spread*.

#### Beberapa Saran

Bagi emiten yang bermaksud meningkatkan likuiditas saham melalui *stock split*, hasil penelitian ini membuktikan bahwa tujuan tersebut dapat dicapai jika *stock split* menurunkan fraksi perdagangan. Meskipun demikian tingkat likuiditas yang dapat diperbaiki hanyalah likuiditas dua dimensi.

Guna memperbaiki dan memperkaya pemahaman dalam bidang ini, kami menyarankan penelitian dampak *reverse*

*split (split-down)* terhadap likuiditas saham. Beberapa emiten di Bursa Efek Jakarta telah melakukan *reverse split*, namun penelitian mengenai dampaknya pada likuiditas belum banyak dilakukan.

Selanjutnya kami menyarankan kepada para peneliti untuk menggunakan variabel interaksi antara variabel bebas dan variabel *dummy*, guna mempelajari perubahan *slope (rate of change)* pada model regresi berganda. □

#### Daftar Pustaka

- Anshuman V. R., K. Avner, 2002, "Can Splits Create Market Liquidity? Theory and Evidence", *Journal of Financial Market* 5, hal. 83-125.
- Baker, H. K. dan P. L. Gallagher, 1980, "Management's view of stock splits", *Financial Management* 9 (summer), hal. 73-77.
- Brennan, M. J. dan P. J. Hughes, 1991, "Stock Prices and Supply of Information", *Journal of Finance* 46 (Dec).
- Copeland, T. E., 1979, "Liquidity Changes Following Stock Split", *Journal of Finance* 42 (March), hal. 913-932.
- Conroy R. M., R. S. Harris, dan B. A. Benet, 1990, "The Effect of Stock Split on Bid-Ask Spread", *The Journal of Finance* Vol. 45, No. 4 (September 1990), hal. 1285-1295.
- Ekaputra, I. A., 2006, "Determinan Intraday Bid-Ask Spread Saham di Bursa Efek Jakarta", *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.5/TH. XXXV, May 2006.
- Ekaputra, I. A. dan A. Basharot, 2006, "The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from The Jakarta Stock Exchange", *working paper* dipresentasikan pada *International Conference on Business and Management Research*, Denpasar, Bali, 2006.
- Fatmawati dan A. Marwan, 2002, "Pengaruh Stock Split terhadap Likuiditas Saham yang diukur dengan Besarnya Bid-Ask Spread di Bursa Efek Jakarta", *Kajian Teori Keuangan*, Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Harris, L., 2003, *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, New York.
- Lakonishok, J. dan B. Lev, 1987, "Stock Split and Stock Dividend: Why, Who and When", *Journal of Finance* XLII no. 4, hal. 913-932.
- Lamoureux, Christopher G. dan Poon P., 1987, "The Market Reaction to Stock Split", *The Journal of Finance* XLII no. 5, hal. 1347-1364.
- Najmulin, 2002, *Komposisi Kepemilikan Pemegang Saham, Likuiditas dan Abnormal Return Di Sekitar Pengumuman Stock Split Pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*, Tesis, Program Pascasarjana FEUI, Depok.
- Purwoto, L., and E. Tandellin, 2004, "The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity", *Gajah Mada International Journal of Business* 6:225-249.
- Setiawasih, R., 2000, *Dampak Informasional Pengumuman Stock Splits: Analisis Shareholder Wealth dan Determinan Abnormal Return*, Tesis, Program Pascasarjana FEUI, Depok.
- Yusop, M., 2001, *Analisis Pengaruh Pengumuman Pemecahan Nilai Nominal Saham Terhadap Imbal Hasil Saham di BEJ*, Tesis, Program Pascasarjana FEUI, Depok.