

DAMPAK PENURUNAN *TICK SIZE* TERHADAP KUALITAS PASAR DAN DETERMINAN LIKUIDITAS PASAR DI BURSA EFEK INDONESIA (Studi Kasus *Tick size* Rp1,00 untuk Saham dengan Harga Kurang dari Rp200,00)

Rianti Setyawasih

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam "45" (UNISMA) Bekasi
Mahasiswa Program Doktorat-PPIM Universitas Indonesia
(riantis@unismabekasi.ac.id dan riantis@yahoo.com)

Abstract

This paper investigates the implemented a new Rp1,00 tick size on December 16, 2006 in the Indonesia Stock Exchange. The empirical research was conducted using the cross-sectional multiple regression from daily/intraday data. The new tick size policy significantly enhance liquidity in term of market depth, but not to relative spread (RS) and depth-to-relative spread (DRS). From cross-sectional analysis, our findings indicate that trading frequency significantly affect the liquidity while stock prices and volatility does not affect the relative spread (liquidity).

Keywords: bid-ask spread, Indonesia Stock Exchang, market microstructure, market quality, market liquidity, tick size

PENDAHULUAN

Penelitian tentang struktur mikro dari pasar (*market microstructure*) salah satunya tentang kualitas pasar -terutama likuiditasnya- sangatlah menarik untuk dikaji karena semua pihak berkepentingan dengan issue ini. Dalam Harris (2003) disebutkan bahwa traders menyukai likuiditas karena membuat mereka dapat mengimplementasikan strategi tradingnya dengan murah. Exchanges (bursa) menyukai likuiditas karena dapat menarik traders untuk aktif di pasar. Regulator menyukai likuiditas karena pasar yang likuid kadang lebih tidak volatile dibanding yang tidak likuid.

O'Hara (1996) menyatakan bahwa salah satu komponen penting dari *market quality* adalah *liquidity*. Selanjutnya dikatakan bahwa likuiditas mudah dirasakan tapi sulit untuk mendefinisikannya. Lebih lanjut Harris (2003) berusaha mendefinisikan likuiditas, disebutkan bahwa bahwa likuiditas memiliki empat dimensi, yaitu: *immediacy*, *width*, *depth*, dan *resiliency*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa suatu asset dikatakan likuid jika asset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah yang besar, dalam waktu yang singkat, dengan biaya yang rendah, dan tanpa memengaruhi harga

Salah satu kebijakan yang dibuat dengan tujuan untuk meningkatkan

likuiditas pasar (meningkatkan kualitas pasar) adalah kebijakan pengurangan *tick size*. Harris (1994) menyebutkan bahwa penurunan dalam minimum *tick size* berdampak pada peningkatan likuiditas dan trading volume.

Selanjutnya Porter dan Weaver (1997) menyatakan bahwa pengurangan *tick size* berdampak pada *market quality*, *internalization*, dan *profit*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa execution cost menurun untuk saham yang low-priced dan high-volume. Selain itu juga terdapat penurunan dalam quoted market depth, berdampak pada internalizations dan member profits serta peningkatan comission profit.

Hasil penelitian tentang pengurangan *tick size* di pasar modal dunia memberikan kesimpulan bahwa kebijakan tersebut akan mengurangi *bid-ask spread* seperti yang dilakukan oleh Ahn, Chao, dan Choe (1996), Bessembinder (2000), Goldstein dan Kavajecz (2000), Lau dan McInish (1995), dan Bourghelle dan Declerck (2004). Kebijakan tersebut juga berdampak pada penurunan *market depth* seperti yang dihasilkan oleh Goldstein dan Kavajecz (2000).

Jika dikaitkan dengan **volume** transaksi, hasil penelitian sebelumnya memberikan kesimpulan yang beragam. Hasil penelitian Ahn, Chao, dan Choe (1996) menyimpulkan bahwa kebijakan pengurangan *tick size* berdampak pada peningkatan volume transaksi. Sedangkan Bacidore (1997) dalam Ekaputra dan Ahmad (2007) menemukan aktivitas perdagangan tidak berubah secara signifikan.

Selain itu Bacidore et al (2003) menemukan bahwa pengurangan *tick size* di NYSE pada tahun 2000 menyebabkan traders untuk mengurangi *order size* mereka, menyembunyikan beberapa order, dan lebih sering

membatalkan limit order mereka. Hal ini berarti berkaitan dengan *order strategy*.

Di Indonesia juga dilakukan beberapa kali kebijakan pengurangan *tick size*. Hasil penelitian memberikan kesimpulan yang sama, bahwa kebijakan tersebut berdampak pada pengurangan market spread yang berarti pasar menjadi lebih likuid [Purwoto dan Tandelilin (2004); dan Ekaputra dan Ahmad (2007)]. Namun jika menggunakan ukuran market depth, hasil penelitian justru menunjukkan bahwa kebijakan pengurangan *tick size* malah mengurangi market depth yang berarti likuiditas menurun seperti yang dilakukan oleh Purwoto dan Tandelilin (2004) dan yang dilakukan oleh Ekaputra dan Ahmad (2007). Penelitian tersebut di atas yang dilakukan di Indonesia adalah terhadap kebijakan pengurangan *tick size* Rp5,00 pada tahun 2000 dan Rp10 pada tahun 2005.

Pada tahun 2006 terdapat regulasi tentang *tick size* yang baru berdasarkan Keputusan Direksi BEJ Nomor: Kep-307/BEJ/12-2006 tanggal 11 Desember 2006 tentang *tick size* (fraksi) sebesar Rp1,00 untuk saham dengan harga kurang dari Rp200,00. Regulator berharap kebijakan *tick size* yang baru adalah untuk menambah likuiditas saham untuk harga saham dibawah Rp200,00 juga untuk menambah revenue BEJ. Karena masih inkonklusifnya hasil penelitian di Indonesia tersebut terutama terkait dengan ukuran market depth dan depth-to relative spread, maka penulis tertarik untuk meneliti kebijakan pengurangan *tick size* dengan fraksi yang lebih kecil yaitu Rp1,00.

Permasalahan Penelitian, Kontroversi dan Pembatasan Masalah

Dalam Ekaputra dan Ahmad (2007) disebutkan bahwa keefektifan

pengurangan *tick size* dalam meningkatkan likuiditas masih *inconclusive*. Bagi yang pro terhadap kebijakan tersebut berargumen bahwa pengurangan ukuran tick tersebut akan meningkatkan likuiditas, tetapi yang kontra menyatakan bahwa pengurangan spread akan membuat trader memakai market order bukan limit order. Akibatnya market depth, market transparency, dan trade volume akan menurun. Harris(1994) berargumen bahwa pengurangan *tick size* akan cenderung mengurangi bid ask spread (lower transaction cost) dan meningkatkan trade volume. Tetapi untuk *tick size* yang terlalu kecil, time priority rule akan diabaikan karena masalah quote-matcher atau front-runner. Quote matchers akan mengambil keuntungan dari large open order position. Mereka akan mencoba untuk memberikan order yang sedikit lebih bagus dari didepan queued order dimana akan lebih beruntung kalau *tick size* kecil. Untuk melindungi diri mereka, informed traders akan membagi order mereka menjadi jumlah yang lebih kecil(smaller quantities). Mereka akan berubah dari limit order menjadi market order dan perubahan strategi ini akan mengurangi market depth.

Hasil penelitian sebelumnya tentang dampak pengurangan *tick size* di Bursa Efek Indonesia masih memberikan kesimpulan yang beragam.

1. Atmoko (2001) dalam Ekaputra dan Ahmad (2007) meneliti dampak pengurangan *tick size* pada tanggal 3 Juli 2000 di JSX. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengurangan *tick size* efektif dalam mengurangi market spread untuk saham dibawah Rp 500.
2. Purwoto dan Tandelilin (2004) juga meneliti dampak implementasi single Rp5,00 *market wide tick size* pada

tanggal 3 Juli 2000 di JSX. Hasil penelitian menunjukkan bahwa market spread dan market depth menurun secara signifikan untuk semua saham setelah diberlakukannya kebijakan tersebut.

3. Sedangkan hasil penelitian Ekaputra dan Ahmad (2007) yang meneliti dampak kebijakan pengurangan *tick size* pada tanggal 3 Januari 2005, yaitu Rp10,00 *tick size* pada saham dengan harga Rp500,00-Rp2.000,00 (yang sebelumnya diperdagangkan dengan *tick size* Rp25,00). Hasil penelitian menunjukkan bahwa:
 - a. Sesuai dengan penelitian sebelumnya, *mean* dari *relative spread* lebih rendah secara signifikan sesudah pengurangan *tick size*.
 - b. Namun apabila menggunakan ukuran *depth* terdapat inkonsistensi, nilai average bid-depth (juga average ask depth) mengalami penurunan setelah diberlakukannya *tick size* yang baru yang berarti likuiditas justru menjadi berkurang.

Berdasarkan uraian di atas maka penelitian mengenai dampak pengurangan *tick size* terhadap likuiditas dapat dianggap masih puzzle. Oleh sebab itu peneliti tertarik untuk menguji dampak kebijakan pengurangan *tick size* terhadap kualitas pasar (terutama terhadap likuiditas)

Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian ini ada dua, yaitu:

1. Untuk mengetahui dampak penurunan *tick size* terhadap kualitas pasar saham di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk mengetahui determinan likuiditas pasar di Bursa Efek Indonesia. Apakah variabel PRICE, FREQ, VOLATILITY mempengaruhi likuiditas saham.

Sedangkan pertanyaan penelitian ini adalah:

1. Apakah terjadi *peningkatan kualitas pasar* pasca kebijakan yang mengatur tentang penurunan *tick size*?
2. Apakah kualitas pasar yang diukur melalui likuiditas pasar ditentukan oleh harga pasar saham, frekuensi, dan volatilitas saham.

Harapan penulis hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Sebagai masukan kepada otoritas bursa dalam kaitannya dengan kebijakan tentang *tick size* terhadap kualitas pasar saham terutama likuiditas pasar saham.
2. Sebagai masukan kepada investor dalam kaitannya dengan pengambilan keputusan investasi.

Nilai Tambah dari Penelitian

Nilai tambah dari penelitian ini:

1. Melihat dampak penurunan *tick size* Rp1,00 terhadap kualitas pasar di Bursa Efek Indonesia (menambah gambaran *tick size* sebelumnya yaitu Rp5,00 dan Rp10,00).
2. Kualitas pasar dilihat berdasarkan bid-ask spread, volume bid, volume ask, akan dilihat juga ukuran lain yang belum diteliti pada penelitian sebelumnya, yaitu: *bid value*, *ask value*, dan nilai tengah dari *bid-ask value* sebagai ukuran dari *depth*.
3. Kontribusi lain dari penelitian ini adalah berusaha menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas pasar, yaitu harga pasar saham, frekuensi, dan volatilitas saham.

TINJAUAN LITERATUR

Market Quality dan Liquidity

Coughenour dan Shastri [1999] menjelaskan terdapat 4 topik riset

empiris yang menarik pada saat *Symposium on Market Microstructure*, yaitu: **pertama**, estimasi komponen *bid-ask spread*; **kedua**, karakteristik *order flow* dan peraturan tentang likuiditas pasar; **ketiga**, tentang persamaan dan perbedaan antara bursa saham NYSE dan Nasdaq; dan **keempat**, adalah interaksi antara pasar option dengan pasar saham (*underlying stock market*).

Segala kebijakan yang dilakukan oleh otoritas bursa idealnya dapat mengakomodir kepentingan tiga pihak, yaitu:

1. *profit motivated trader*, yang memiliki tujuan memperoleh profit (dan karenanya trader jenis ini menyukai volatilitas yang tinggi);
2. *utilitarian trader*, yang lebih menyukai likuiditas tinggi dan volatilitas rendah; terakhir,
3. *general public (resources allocation)* yang lebih menyukai fair price.

Kebijakan yang diambil ditujukan pada tercapainya *good market* dengan ciri-ciri sebagai berikut:

1. Likuid
2. Transparan (thd informasi)
3. Regulasinya jelas
4. Memiliki produk yang banyak.

Salah satu kebijakan yang dilakukan adalah pengurangan *tick size*. Porter dan Weaver (1997) menyebutkan bahwa dampak dari pengurangan *tick size* terhadap kualitas pasar (*market quality*) merupakan topik yang diperdebatkan oleh akademisi dan industri. *Market quality* dapat didefinisikan dengan menggunakan 4 ukuran, yaitu:

1. *Spread width*,
2. *Depth*,
3. *Preferencing* dan *internalization*, dan
4. *Member profit*.

Penelitian terkini membantah bahwa pengurangan *tick size* akan menghilangkan preferencing dan internalization.

O'Hara (1995) menyatakan bahwa salah satu komponen penting dari market quality adalah liquidity. Selanjutnya dikatakan bahwa likuiditas mudah dirasakan tapi sulit untuk mendefinisikannya. Lebih lanjut Harris (2003) berusaha mendefinisikan likuiditas, disebutkan bahwa likuiditas memiliki empat dimensi, yaitu: *immediacy*, *width*, *depth*, dan *resiliency*. Penjelasan masing-masing dimensi tersebut sbb:

1. **Immediacy**, mengacu pada seberapa cepat transaksi dapat dilakukan dalam jumlah dan biaya tertentu. Umumnya traders menghendaki transaksinya dilakukan dengan segera. Jadi, **immediacy merupakan biaya** melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu dengan segera.
2. **Width** (kadang disebut **breadth**), mengacu pada biaya untuk melakukan transaksi pada jumlah tertentu. Untuk *small trades*, umumnya traders mengidentifikasi *width* melalui *bid/ask spread* (termasuk komisi). *Width* adalah biaya likuiditas per unit.
3. **Depth**, mengacu pada jumlah transaksi yang dapat dilakukan pada biaya tertentu. *Depth* diukur dengan jumlah unit yang tersedia pada harga likuiditas tertentu. *Breadth* dan *depth* sangat berkaitan.
4. **Resiliency**, mengacu pada seberapa cepat harga kembali ke posisi sebelumnya apabila terjadi perubahan harga karena adanya arus order yang tidak seimbang.

Jadi, apabila menggunakan dimensi 1 sampai dengan 3, **likuiditas adalah**

kemampuan untuk ditransaksikan secara cepat dalam jumlah (*size*) yang besar dengan biaya yang rendah. Kata “cepat” mengacu pada *immediacy*, “*size*” mengacu pada *depth*, dan “biaya” mengacu pada *width* (Harris, 2003).

Sedangkan jika menggunakan keempat dimensi diatas, maka suatu asset dikatakan likuid jika asset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah yang besar, dalam waktu yang singkat, dengan biaya yang rendah, dan tanpa memengaruhi harga (Ekaputra, 2004). Selanjutnya dijelaskan pengukuran masing-masing dimensi tersebut sbb:

1. **Immediacy dan width diukur dengan spread relatif** yaitu selisih antara harga *offer* terbaik (minat menjual dengan harga paling murah) dan harga bid terbaik (minat membeli dengan harga yang paling tinggi), dibagi dengan harga tengah antara kedua harga *offer* dan harga *bid* tersebut. Spread relatif lebih rendah berarti lebih murah untuk investor yang ingin cepat bertransaksi (*need immediacy*) dengan memakai market order atau membeli pada ask price atau menjual pada bid price. Atau sebaliknya kalau relative spread lebih tinggi akan lebih mahal bagi investor untuk bertransaksi *immediately*, atau investor akan cenderung memakai *limit order* bukan *market order*. **Jadi, semakin rendah spread relatif berarti *immediacy cost* dan *transaction cost* semakin rendah berarti semakin tinggi likuiditas sahamnya.**
2. **Depth** diukur dengan volume pada harga bid terbaik dan volume pada harga *offer* terbaik (yaitu, jumlah lot pada *bid/offer* terbaik dikali 500 dikali harga *bid/offer* terbaik). Saham dengan kedalaman yang lebih

tinggi dianggap lebih likuid, karena saham tersebut dapat menyerap nilai transaksi yang lebih tinggi sebelum mempengaruhi harganya. **Jadi, semakin tinggi depth semakin mampu saham tersebut menyerap nilai transaksi yang tinggi sebelum mempengaruhi harganya yang berarti semakin tinggi likuiditasnya.**

3. **Resiliency**, atau kekenyalan merupakan fungsi dari waktu dan paling sulit diukur. Semakin cepat waktu yang dibutuhkan untuk kembali ke posisi harga yang wajar (semakin resilient) maka semakin likuid.

Ada beberapa ukuran untuk likuiditas saham menurut Porter dan Weaver (1997), yaitu:

1. *Dollar bid-ask spread*
2. *Percentage bid-ask spread*
3. *Effective bid-ask spread*
4. *Percentage effective bid-ask spread*
5. *Quote depth*

Menurut Hasbrouck dan Schwartz (1988), suatu asset dikatakan liquid jika dapat dikonversi kedalam kas dengan cepat. Kita dapat mengukur mudah dikonversi melalui waktu yang dibutuhkan untuk merubah asset menjadi kas pada harga yang masuk akal, atau melalui biaya mentransaksikan asset menjadi kas secara cepat. Biaya untuk mentransaksikan asset secara cepat disebut sebagai execution cost. Jadi Hasbrouck dan Schwartz menggunakan ukuran besarnya *execution cost* (C) dan *market efficiency* (MEC), nilai MEC akan mempengaruhi *execution cost*.

Determinan likuiditas menurut ukuran bid-ask spread

Sebelum membahas determinan spread, terlebih dahulu akan dijelaskan

macam bid-ask spread. Terdapat berbagai macam bid-ask spread, yaitu:

1. *The quoted bid-ask spread*, adalah selisih antara ask price yang diquote dealer dan bid price yang diquote dealer pada waktu tertentu (spread yang terlihat).
2. *The realized bid-ask spread*, adalah rata-rata selisih antara price yang dijual dealer pada suatu waktu tertentu dengan price yang di beli dealer pada titik waktu sebelumnya (merupakan spread yang terjadi).
3. *Inside spread*, adalah selisih antara price terbaik yang dijual dan price terbaik yang dibeli.
4. *Outside spread*, yaitu spread yang dimiliki oleh value traders. Spread ini diluar quoted spread dan hanya ada di benak value traders sehingga sulit untuk diukur.
5. *Equilibrium spread*, adalah spread dimana traders indiferen antara menggunakan market order atau limit order. Semakin besar relative spreads maka traders cenderung menggunakan limit order untuk mendapatkan harga yang terbaik. Sebaliknya, semakin kecil nilai relative spread, maka traders cenderung akan menggunakan market orders.

Stoll (1989) melihat kaitan antara *square of the quoted bid-ask spread* dengan dua *serial covariance*, yaitu *transaction return* dan *quoted return* yang dimodifikasi sebagai fungsi dari probabilita price reversal, π , dan magnitude perubahan harga, ∂ , dimana ∂ merupakan fraksi dari quoted spread. Dengan menggunakan data saham yang ada di NASDAQ (berdasarkan dealer market) terbukti bahwa π dan ∂ merupakan komponen penting dalam quoted spread. Menurut Stoll, spread harus mencakup tiga macam biaya

(cost), yaitu *adverse information cost*, *order processing cost*, dan *inventory holding costs*. Hasil penelitian sebelumnya terkait biaya di atas dapat dilihat pada tabel dibawah.

Harris (2003: 312-313) menyebutkan bahwa terdapat tiga determinan spread yang paling utama, yaitu: asymmetric information, volatility, dan utilitarian trading interest.

1. Pasar dengan **asymmetric informed trader** akan memiliki spread yang lebar. Spread akan paling lebar jika well-informed trader tahu materi informasi tentang value. Pada saat trader adalah asymmetrically informed, liquidity suppliers akan men-set harganya jauh dari pasar untuk recover kekalahan uninformed trader dari well-informed trader.
2. Dalam equilibrium spread model dijelaskan bahwa instrument yang **volatile** akan memiliki spread yang lebar. Spread akan paling lebar jika limit order traders dan dealers tidak dapat dengan mudah menyesuaikan order mereka. Volatility membuat diversifiable inventory risk semakin besar (menakutkan bagi risk averse dealer). Transaction cost akan semakin besar untuk instrument yang volatile karena dealer meminta premi yang besar demi menutupi risiko yang tidak menyenangkan.
3. **Utilitarian trader** (terutama investor, borrowers, hedgers, asset exchangers dan gamblers) bertransaksi karena mereka mengharapkan memperoleh benefit selain profit. Pasar tidak akan eksis tanpa utilitarian traders karena purely profit motivated trader tidak akan mendapat profit kalau bertransaksi dengan kelompoknya sendiri. Instrument yang secara aktif ditransaksikan adalah yang mengakomodir kepentingan

utilitarian traders. Jika utilitarian traders kuat maka pasar akan aktif dan bid ask-spread akan sempit.

Sedangkan Aitken dan Frino (1996) menyebutkan terdapat tiga determinan fundamental dari spread, yaitu: level of trading activity, price volatility, dan stock price level. Penjelasananya adalah sebagai berikut:

1. **Trading activity**. Pada pasar yang kompetitif terdapat hubungan yang berbanding terbalik antara spread dan trading activity, dalam hal ini penggunaan market order akan meningkat.
2. **Price volatility**. Pada model dengan periode dimana terdapat volatilitas harga yang tinggi, informed trader dipresentasikan sebagai pihak yang memperoleh manfaat dari biaya yang dikeluarkan oleh less informed (atau liquidity) traders. Hasilnya adalah, liquidity trader akan meminta return yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko kekalahan dengan informed traders. Jadi semakin volatile semakin berisiko sehingga menuntut return yang semakin tinggi dan akibatnya adalah spread semakin lebar.
3. **Stock Price Level**. Ada dua alasan penjas untuk melihat hubungan antara stock price level dengan spread. Berdasarkan Demsetz (1968), besarnya absolute bid-ask spread berhubungan secara langsung dengan proportional stock prices. Sedangkan berdasarkan model Stoll (1978) stock price level berhubungan terbalik dengan persentase bid-ask spread.

Dampak Penurunan *Tick size* di Berbagai Pasar Modal di Dunia

Argumentasi Harris (1994) tentang dampak pengurangan *tick size* adalah

bahwa pengurangan *tick size* akan cenderung mengurangi bid-ask spread (atau transaction cost lebih rendah) dan akan meningkatkan trade volume yang berarti likuiditas akan meningkat. Diargumentasikan pula ada kaitan antara *tick size* dengan order strategy, bahwa untuk *tick size* yang terlalu kecil time priority rule akan diabaikan karena masalah quote-matcher atau front-runner. Akibatnya adalah mereka akan merubah strategi dari limit order menjadi market order sehingga berdampak pada pengurangan market depth (likuiditas akan berkurang).

Dalam Ekaputra dan Ahmad (2007) beberapa studi yang dilakukan di pasar modal internasional terhadap kebijakan pengurangan *tick size* pada umumnya memberikan hasil bahwa bid-ask spread akan menurun. Dijelaskan bahwa:

1. Hasil penelitian yang dilakukan Ahn, Chao, dan Choe (1996) menemukan bahwa pengurangan *tick size* di American Stock Exchange pada September 1992 diminished bid ask spread, tetapi tidak meningkatkan volume transaksi.
2. Sedangkan Bacidore (1997) menemukan bahwa Pengurangan *tick size* di Toronto Stock Exchange pada Maret 1997 juga mengurangi bid ask spread dan market depth, tetapi trade activity tidak berubah secara signifikan.
3. Selanjutnya penelitian Bessembinder (2000) menunjukkan bahwa pengurangan *tick size* di NASDAQ menurunkan bid ask spread dan volatility.
4. Hasil studi Goldstein dan Kavajecz (2000) menemukan penurunan bid ask spread dan market depth setelah adanya pengurangan *tick size* di New York Stock Exchange pada June 1997.

5. Lau dan McInish (1995) menemukan bahwa pengurangan *tick size* di Singapore Stock Exchange pada Juli 1994 mengurangi bid ask spread.
6. Bacidore et al(2003) menemukan bahwa pengurangan *tick size* di NYSE pada tahun 2000 menyebabkan traders untuk mengurangi order size mereka, menyembunyikan beberapa order, dan lebih sering membatalkan limit order mereka.
7. Bourghelle dan Declerck (2004) menemukan hubungan positive convex antara *tick size* dan *relative spread* di Paris Bourse.

Resume hasil penelitian tentang dampak pengurangan *tick size* di beberapa Pasar Modal Internasional dapat dilihat pada tabel 1 di bawah.

Dampak Pengurangan *Tick size* di Pasar Modal Indonesia

Sub bab ini mengacu pada Ekaputra dan Ahmad (2007). Sedikitnya terdapat 3 penelitian tentang dampak pengurangan *tick size* di pasar modal Indonesia. *Tick size* yang diteliti meliputi Rp 5 *tick size* dan Rp 10 *tick size*.

Atmoko (2001) meneliti tentang dampak kebijakan pengurangan *tick size* di BEJ pada tanggal 3 Juli 2000. Hasil penelitiannya adalah pengurangan *tick size* efektif dalam mengurangi market spread untuk saham dibawah Rp 500.

Selanjutnya Purwoto dan Tandelilin (2004) meneliti tentang dampak kebijakan pengurangan *tick size* di BEJ pada tanggal 3 Juli 2000. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa market spread dan market depth menurun secara signifikan setelah JSX mengimplementasikan single Rp 5 *tick size* untuk semua saham.

Tabel 1.
Resume Hasil Penelitian Pengurangan Tick Size pada Pasar Modal Internasional

No	Peneliti	Lokasi penelitian	Dampak terhadap spread	Dampak terhadap depth	Dampak terhadap volume	Dampak terhadap volatility	Dampak terhadap order size
1	Ahn, Chao, dan Choe (1996)	American Stock Exchange pada September 1992	(-) Mengurangi bid-ask spread		Tidak meningkatkan volume transaksi.		
2	Bacidore (1997)	Toronto Stock Exchange pada Maret 1997	(-) mengurangi bid-ask spread	(-) mengurangi market depth,	trade activity tidak berubah secara signifikan.		
3	Bessembinder (2000)	NASDAQ	(-) menurunkan bid-ask spread			(-) menurunkan volatility	
4	Goldstein dan Kavajecz (2000)	New York Stock pada June 1997.	(-) penurunan bid-ask spread	(-) penurunan market depth			
5	Lau dan McInish (1995)	Singapore Stock Exchange pada Juli 1994	(-) mengurangi bid ask spread.				
6	Bacidore et al (2003)	NYSE pada tahun 2000					traders mengurangi order size mereka, menyembunyikan beberapa order, dan lebih sering membatalkan limit order mereka.
7	Bourghelle dan Declercq (2004)	Paris Bourse	(+) Positif convex terhadap relative spread				

Penelitian terkini yang dilakukan oleh Ekaputra dan Ahmad (2007) terhadap kebijakan yang dikeluarkan pada tanggal 3 Januari 2005 terhadap saham-saham dengan harga Rp500,00 - Rp2000,00 harus diperdagangkan dengan *tick size* Rp10,00. Peneliti juga memakai cross-sectional multiple regression untuk menguji efek dari pengurangan *tick size* terhadap likuiditas dengan mengontrol faktor-faktor lain yang mempengaruhi likuiditas seperti didokumentasi dalam penelitian sebelumnya. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa:

1. *Average relative spread* lebih rendah sebesar 1.74 persen setelah diberlakukannya kebijakan pengurangan *tick size*. Penurunan relative spread ini konsisten dengan studi Porter dan Weaver (1997) di Toronto Stock Exchange, Ronen dan Weaver (1998) di American Stock Exchange, Ricker (1998) di New York Stock Exchange, Bessembinder (1997) di NASDAQ, Lau dan McInish (1995) di Singapore Stock Exchange, dan Purwoto dan

- Tandelilin (2004) di Jakarta Stock Exchange (JSX).
- Sesudah diberlakukan *tick size* yang baru, **average bid-depth** lebih rendah sebesar 69.2 % demikian juga **average ask-depth** lebih rendah sebesar 69.4 persen (semuanya signifikan pada $\alpha=1\%$).
 - Melalui pengukuran average Depth to relative Spread (Average DRS), terdapat pengurangan DRS sebesar 9.82 persen, namun tidak signifikan sehingga dapat diartikan bahwa Pengurangan *tick size* di JSX tidak merusak likuiditas saham secara keseluruhan. Hasil ini berbeda dengan hasil Purwoto dan Tandelilin (2004) yang ditunjukkan dari kebijakan single Rp5,00 *tick size* pada 3 Juli 2000. Kebijakan itu mempengaruhi semua saham yang

ada di JSX, dan menyebabkan likuiditas DRS turun secara signifikan.

Secara ringkas, resume hasil penelitian di atas dapat dilihat pada tabel-2 di bawah.

- Hasil regresi berganda tentang faktor-faktor yang mempengaruhi likuiditas memberikan kesimpulan bahwa variabel harga saham (PRICE), aktivitas perdagangan (FREQ), dan volatilitas return saham (VOLATILITY) mempengaruhi likuiditas saham (RS dan DRS). Namun, perlu dicatat bahwa bahwa variabel VOLATILITY tidak signifikan pada Model dengan dependent variabel RS (Relative Spread) dan variabel FREQ tidak signifikan pada Model dengan dependent variabel DRS (Depth to

Tabel 2.
Resume Hasil Penelitian Pengurangan Tick Size pada Pasar Modal Indonesia

No	Keterangan	Peneliti		
		Atmoko (2001)	Purwoto dan Tandelilin (2004)	Ekaputra dan Ahmad (2007)
1	Tanggal kebijakan	JSX pada tanggal 3 Juli 2000	JSX pada tanggal 3 Juli 2000	JSX pada tanggal 3 Januari 2005
2	Kebijakan Tick Size	Rp5	Rp5	Rp10
3	Kisaran Harga saham yang diteliti	Rp 500	Semua saham	Rp500-Rp2000
4	Dampak terhadap spread	(-) Mengurangi market spread	(-) mengurangi market spread	(-) mengurangi average relative spread
5	Dampak terhadap depth		(-) mengurangi market depth,	(-) mengurangi average bid depth dan average ask depth,
6	Dampak terhadap Depth to relative Spread		(-) mengurangi depth to relative spread (DRS)	(-) mengurangi depth to relative spread (DRS) tetapi tidak signifikan (berarti tidak berdampak pada DRS)

relative Spread). Hasil regresi berganda secara lengkap dapat dilihat pada tabel 3 di bawah.

Hipotesis-2:

H2-1: Harga saham akan berpengaruh negatif terhadap *relative spread*

Tabel 3.
Regression results of Realtive Spread and Depth to Realtive Spread on Price, volatility,frequency, and dummy variables

Regression results of Relative Spread and Depth to Relative Spread on price, volatility, frequency, and dummy variables

Variable	Dependent Variable Ln Relative Spread (Ln RS)			Dependent Variable Ln Depth to Relative Spread (Ln DRS)			
	Coefficient	t-Statistic	Prob. (2-tail)	Coefficient	t-Statistic	Prob. (2-tail)	
Intercept	3.04047	5.55965	0.00000	19.88575	5.95323	0.00000	
Ln_PRICE	-0.75915	-12.23052	0.00000	-2.20920	-6.07141	0.00000	
Ln_VOLATILITY	-0.05631	-1.45626	0.15080	1.18867	6.19989	0.00000	
Ln_FREQ	0.32957	2.28745	0.02780	-0.51760	-0.76208	0.45070	
D*LN_PRICE	0.14537	1.72959	0.09180	0.47128	0.91894	0.36390	
D*LN_VOLATILITY	-0.04813	-0.93704	0.37010	0.21441	0.80998	0.42300	
D*LN_FREQ	-0.28215	-1.73322	0.09120	0.07369	0.09717	0.92310	
D	-2.54409	-3.59151	0.00090	-4.78044	-1.09444	0.28070	
Adjusted R-squared			0.93975	Adjusted R-squared			0.76443

Dari tabel di atas dapat disimpulkan bahwa signifikansi variabel di atas konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Porter dan Weaver (1997), Ronen dan Weaver (1998), Purwoto dan Tandililin(2004), dan juga Ekaputra (2006).

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian yang dijelaskan pada bagian pendahuluan dan kajian literatur, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

Hipotesis-1:

Kebijakan penurunan *tick size* memberikan dampak positif terhadap kualitas pasar saham di Bursa Efek Indonesia.

H2-2: Frekuensi berpengaruh negatif terhadap *relative spread*

H2-3: Volatilitas imbal hasil saham (*return volatility*) berpengaruh positif terhadap *relative spread*

H2-4: Elastisitas saham berpengaruh positif/negatif terhadap *relative spread*.

METODE PENELITIAN

Unit Analisis

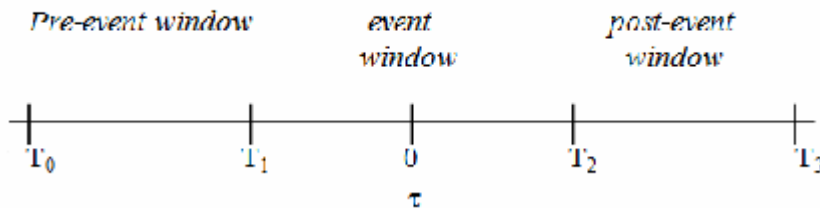
Unit analisis dalam penelitian ini adalah saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Periode Penelitian

Periodisasi penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2 di bawah.

4. Saham tidak melakukan *corporate action* yang berdampak pada perubahan harga saham pada periode

Gambar 2. Rangkaian Waktu Penelitian



dimana:

$\tau = 0$ sebagai *event date*, yaitu saat diberlakukannya kebijakan penurunan *tick size* (tanggal 2 Januari 2007)

T_0 s.d. T_1 merepresentasikan periode sebelum kebijakan (tanggal 1 s.d. 29 Desember 2006).

T_2 s.d. T_3 merepresentasikan periode sesudah kebijakan (tanggal 3 s.d. 30 Januari 2007).

Catatan:

tanggal 30-31 Desember 2006 dan tanggal 1 Jan 2007 merupakan hari libur nasional.

Sampel dan Data

Populasi penelitian ini adalah emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan yang menjadi sampel penelitian adalah saham perusahaan yang berada dalam periode pengamatan (Desember 2006 – Januari 2007).

Sampel diseleksi berdasarkan kriteria di bawah ini:

1. Saham diperdagangkan di pasar regular.
2. Harga saham (closing) dibawah Rp200.
3. Saham tidak *didelisting* pada periode pengamatan.

pengamatan.

5. Saham diperdagangkan pada masing-masing subperiode.

Data yang diperlukan berupa data sekunder tentang transaksi harian dan buku order (*order book*) masing-masing saham dari BEI pada bulan Desember 2006 sampai Januari 2007. Data dikelompokkan menjadi dua subperiode, yaitu:

1. Sebelum perubahan *tick size*: yaitu dari 1 Desember – 29 Desember 2006
2. Sesudah perubahan *tick size*: yaitu dari 3 Januari – 30 Januari 2007

Berdasarkan kriteria seleksi sampel di atas, dari 91 saham dengan harga kurang dari Rp 200 maka diperoleh saham yang dijadikan sampel penelitian sebanyak 31 saham seperti dapat dilihat pada Tabel 4 dan Tabel 5 di bawah.

Tipe dan Sumber Data

Data utama yang digunakan berupa data sekunder dengan tipe *high frequency data* yang dikumpulkan dari Bursa Efek Indonesia (data JTJB). Data tersebut terdiri dari: data harian (DH), data order (DO), data transaksi (DT), dan data *amend*.

Tabel 4. Seleksi Sampel Penelitian

Seleksi Sampel	Jml Saham
Sampel awal (saham dengan harga Rp 200 per Desember 2006)	103
Dikurang:	
Saham dengan harga > Rp 200 pada subperiode 2	4
Saham yang tidak ada datanya pada subperiode 2	8
Saham dengan harga < Rp 200 pada periode penelitian	91
Dikurang:	
Melakukan corporate action	2
Sampel yang tidak ada datanya	58
Sampel akhir	31

Tabel 5. Daftar Emiten yang Menjadi Sampel Penelitian

No.	Kode Emiten	Harga Saham		
		Des 2006	Jan 2007	Des 2007
1	AHAP	90	101	90
2	AIMS	150	146	132
3	AISA	165	155	715
4	AMAG	83	83	82
5	ANTA	89	89	255
6	APIC	150	151	347
7	APLI	33	36	67
8	ASDM	161	161	na
9	BAYU	94	96	132
10	BCIC	64	60	69
11	BEKS	62	64	70
12	BIPP	45	45	85
13	BKSL	97	106	697
14	BMSR	53	47	154
15	CNKO	47	129	218
16	CTTH	32	37	89
17	MREI	137	138	206
18	MTDL	75	83	190
19	MYRX	27	39	71
20	MYTX	75	80	113
21	PEGE	155	137	205
22	PICO	140	187	491
23	PNLF	156	181	194
24	PRAS	82	78	132
25	PSDN	100	89	58
26	PTRA	36	46	85
27	PUDP	181	200	310
28	PYFA	46	50	83
29	RBMS	55	58	153
30	RIMO	63	70	174
31	RODA	31	36	204

Sedangkan data pendukung diperoleh dari penyedia data lainnya, seperti OSIRIS dan IMQ.

Model Penelitian:

Model empiris pada bagian ini dalam rangka menjawab tujuan penelitian yang kedua, yaitu melihat determinan likuiditas (Bid-Ask Spread). Adapun model penelitian yang diajukan seperti dapat dilihat pada bagian di bawah.

Model ini mengadaptasi model penelitian Ekaputra dan Ahmad (2007) dimana likuiditas (relative spread) dipengaruhi oleh harga, frekuensi, volatilitas, variabel interaksi dan variabel dummy-nya. Model empirisnya sebagai berikut

$$\begin{aligned} \text{LnRS} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LnPRICE}_{it} + \beta_2 \\ & \text{LnFREQ}_{it} + \beta_3 \text{LnVOLATILITY}_{it} \\ & + \beta_4 D * \text{LnPRICE}_{it} + \beta_5 D * \text{Ln} \\ & \text{FREQ}_{it} + \beta_6 D * \text{LnVOLATILITY}_{it} \\ & + \beta_7 D_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Dimana:

LnRS = merupakan variabel likuiditas diukur dengan logaritma natural *Relative Spread* (LnRS).

LnPRICE = variabel ini diukur dengan logaritma natural rata-rata harga saham

LnFREQ = diukur dengan logaritma natural rata-rata frekuensi perdagangan

LnVOLATILITY = diukur dengan logaritma natural volatilitas imbal hasil saham (*stock return volatility*)

D = adalah variabel *dummy* yang bernilai 1 untuk periode sebelum

kebijakan dan bernilai 1 untuk periode sesudah kebijakan.

Ln = logaritma natural.

β_i = koefisien regresi

Pengukuran dan Operasionalisasi Variabel

Kualitas pasar akan dilihat melalui ukuran likuiditas dan koefisien efisiensi pasar. Selain itu, akan dilihat juga dampaknya pada transaksi perdagangan harian yang meliputi: volume, nilai transaksi, frekuensi, dan banyaknya hari perdagangan (*trading day*)

Untuk mengukur likuiditas pasar, digunakan tiga ukuran likuiditas, yaitu bid-ask spread, depth, dan rasio Depth-to-Relative Spread sebagai berikut:

1. Bid-Ask Spread

Bid-ask spread diukur dengan menggunakan dengan dua ukuran, yaitu Nominal Spread dan Relative Spread sebagai berikut:

$$a. \text{Nominal Price}_{it} = \text{Ask}_{it} - \text{Bid}_{it}$$

$$b. \text{Relative Spread} = \text{Percentage Spread}_{it} = \frac{(\text{Ask}_{it} - \text{Bid}_{it})}{\left(\frac{\text{Ask}_{it} + \text{Bid}_{it}}{2}\right)}$$

2. Market Depth

Market depth diukur dengan menggunakan ukuran volume, value dan nilai tengah dari value, yaitu:

a. Bid Depth (Volume) = BDvol

b. Ask Depth (Volume) = ADvol

c. Bid Depth (Value)

= Volume Bid x Harga Bid

- d. Ask Depth (Value)
= Volume Ask x Harga Ask
e. Midpoint Depth (Value)=

$$= \frac{(\text{Vol Bid} \times \text{Harga Bid}) + (\text{Vol Ask} \times \text{Harga Ask})}{2}$$

3. Rasio Depth-to-Relative Spread

Sedangkan pengukuran *Depth-to-Relative Spreads* (DRS) adalah sebagai berikut:

$$DRS_{j,t} = \frac{(\text{AskDepth}_{j,t} + \text{BidDepth}_{j,t})/2}{\text{RelativeSpread}_{j,t}}$$

Pengujian Hipotesis Dampak penurunan *tick size* Rp1 terhadap Kualitas Pasar

Untuk melihat dampak penurunan *tick size* terhadap kualitas pasar maka digunakan uji beda rata-rata dua sampel berhubungan. Hipotesis kerjanya sbb:

Hipotesis-1:

Ho: kualitas pasar saham sebelum dan sesudah kebijakan tidak berbeda nyata

Ha: kualitas pasar saham sesudah kebijakan akan lebih baik atau bernilai positif dan signifikan.

Sesuai dengan bagian operasionalisasi variabel, kualitas pasar akan dilihat melalui ukuran likuiditas pasar. Selain itu, akan dilihat juga dampaknya pada transaksi perdagangan harian yang meliputi: volume, nilai transaksi, frekuensi, dan banyaknya hari perdagangan (*trading day*)

Pengujian Hipotesis Determinan Likuiditas Pasar

Untuk melihat determinan likuiditas, maka dilakukan uji koefisien regresi (uji t) terhadap variabel yang mempengaruhi likuiditas, yaitu harga saham, frekuensi perdagangan, volatilitas, dan elastisitas saham. Hipotesis kerjanya dapat dilihat pada bagian di bawah.

Hipotesis-2:

Ho: $\beta_i = 0$; harga saham, frekuensi perdagangan, dan volatilitas saham tidak mempengaruhi likuiditas saham

Ha: $\beta_i \neq 0$; harga saham, frekuensi perdagangan, dan volatilitas saham berpengaruh positif/negatif dan signifikan terhadap likuiditas saham

Hipotesis diuji dengan menggunakan uji signifikansi koefisien regresi (uji-t) sbb:

$$t - stat = \frac{\beta_i}{SE_{\beta}}$$

dimana:

t = nilai statistik t

β_i = merupakan koefisien regresi

SE_{β} = standard error koefisien regresi

HASIL PENELITIAN

Dampak Penurunan *Tick size* terhadap Kualitas Pasar

Tabel 7 di bawah memberikan gambaran umum tentang rata-rata

transaksi harian untuk masing-masing subperiode. Dapat dilihat bahwa setelah kebijakan penurunan *tick size* menjadi Rp1 untuk saham dengan harga dibawah

terbaik (ditunjukkan dengan harga order jual yang paling murah). Nilai *relative spread* yang lebih rendah menunjukkan biaya *immediacy* dan biaya transaksi

Tabel 7. Transaksi Perdagangan Harian Sebelum dan Sesudah Kebijakan

Nilai Rata-rata [*]	Sebelum (1 Des - 29 Des 2006)	Sesudah (3 Jan - 30 Jan 2007)	% Perubahan
Harga Saham (Rp)	89	96	7%
Volume Perdagangan (Rp)	8,201,606	13,534,875	65%
Nilai (Value) Perdagangan (Rp)	742,230,387	1,631,198,013	120%
Frekuensi Perdagangan (Kali)	35	129	265%
Hari Perdagangan atau Trading day (Hari)	11	11	-3%

Ket. * - 31 saham dengan harga < Rp200

Rp200,00 transaksi perdagangan harian secara umum mengalami peningkatan. Rata-rata harga saham meningkat 7 persen, volume perdagangan meningkat 65 persen, nilai perdagangan meningkat 120 persen dan frekuensi perdagangan meningkat 265 persen. Sedangkan hari perdagangan mengalami penurunan setelah adanya kebijakan tersebut, yaitu menurun sebesar 3 persen.

Kondisi Bid-Ask Spread

Bid-ask spread merupakan ukuran likuiditas saham yang paling umum digunakan. Penelitian ini menggunakan *Nominal Spread* dan *Relatif Spread*, *relative spread* lebih sering digunakan oleh banyak peneliti karena terbebas dari ukuran mata uang. Dengan demikian untuk melihat variasi *cross-sectional*, ukuran yang akan dipakai adalah *Relative Spread*.

Bid-ask spread merupakan selisih antara minat beli terbaik (yang ditunjukkan dengan harga order beli yang paling tinggi) dengan minat jual

yang lebih murah. Kebijakan penurunan *tick size* ditujukan untuk mengurangi biaya tersebut (*immediacy dan transaksi*) sehingga likuiditas saham akan meningkat. Tabel 8 menunjukkan perbedaan rata-rata *relative spread* dan *nominal spread* sebelum dan sesudah kebijakan. Dari tabel 8 dapat dilihat bahwa setelah kebijakan nilai spread menurun, namun nilai ini tidak signifikan secara statistik seperti ditunjukkan pada Tabel 9.

Tabel 8.

Nilai Rata-rata Relative Bid-Ask Spread Sebelum dan Sesudah Kebijakan

Rata-rata Relative Bid-Ask Spread		
Sebelum	Sesudah	% Perubahan
14.22%	13.26%	-6.76%

Sumber: Data sekunder (diolah)

Tabel 9 menunjukkan hasil pengujian signifikansi bid-ask spread pada periode sebelum dan sesudah kebijakan. Dari

tabel dapat dilihat bahwa nilai bid-ask spread sebelum dan sesudah kebijakan penurunan *tick size* Rp1 tidak berbeda nyata.



Tabel 9.
Hasil Uji Statistik Bid-Ask Spread
Sebelum dan Sesudah Kebijakan

Test Statistics^a

	RS_sed - RS_sbl	Spread_sed - Spread_sbl
Z	.745 ^a	.235 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.456	.814

a. Based on positive ranks.

b. Based on negative ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 tidak berhasil meningkatkan likuiditas pasar yang diukur dengan relative spread (RS) dan nominal spread (Spread), hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya di Indonesia untuk penurunan *tick size* Rp5,00.

Kondisi Market Depth

Market depth merupakan ukuran likuiditas yang lain, yaitu mengungkapkan jumlah atau nilai transaksi yang dapat dilaksanakan pada tingkat harga tertentu. Saham dengan market depth yang lebih tinggi menunjukkan likuiditas yang lebih tinggi karena dia dapat menyerap nilai transaksi yang akan mempengaruhi harga saham. Penelitian ini menggunakan tiga pengukuran market depth, yaitu berdasarkan volume, value dan nilai tengah.

Tabel 10 menunjukkan hasil pengujian signifikansi market depth pada periode sebelum dan sesudah kebijakan. Dari tabel dapat dilihat nilai

Z-statistik untuk masing-masing pengukuran market depth berdasarkan volume bid, volume ask, value bid, value ask, dan nilai tengah (value) sebelum dan sesudah kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00.

Hasil dari Tabel 10 menunjukkan nilai probabilitas < 0.05, maka H_0 ditolak. dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 berdampak signifikan pada market depth. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yaitu bahwa market depth tidak signifikan secara statistik.

Kondisi Depth-to-Relative Spread

Depth-to-Relative Spread (DRS) merupakan ukuran likuiditas yang lain, yaitu merupakan rasio antara depth dengan Relative Spread. Semakin tinggi nilai rasio DRS berarti semakin tinggi likuiditasnya.

Tabel 11 menunjukkan hasil pengujian signifikansi Depth-to-Relative Spread (DRS) pada periode sebelum dan sesudah kebijakan. Dari tabel dapat dilihat nilai Z-statistik sebelum dan sesudah kebijakan penurunan *tick size* Rp1 tidak signifikan pada tingkat kesalahan 5%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan penurunan *tick size* Rp1 tidak berdampak signifikan pada nilai rasio Depth-to-Relative Spread. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ekaputra dan Ahmad (2007) untuk penurunan *tick size* Rp5,00.

Tabel 10.
Hasil Uji Statistik Market Depth Sebelum dan Sesudah Kebijakan

Test Statistics^a

	BDvol_ssd - BDvol_sbl	ADvol_ssd - ADvol_sbl	BDvalue_ssd - BDvalue_sbl	ADvalue_ssd - ADvalue_sbl	Dmid_ssd - Dmid_sbl
Z	2.626 ^a	3.155 ^a	2.312 ^a	2.105 ^a	2.567 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.009	.002	.021	.028	.010

a. Based on positive ranks

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Tabel 11.
Hasil Uji Statistik Depth-to-Relative Spread
Sebelum dan Sesudah Kebijakan

Test Statistics^b

	DRS_ssd - DRS_sbl
Z	-.862 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.389

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Determinan Likuiditas Pasar

Bagian ini ingin menjelaskan apakah variabel harga saham, frekuensi perdagangan, volatilitas saham, dan variabel interaksinya mempengaruhi nilai likuiditas saham yang diukur

dilihat juga pengaruhnya terhadap relative spread tidak dimasukkan dalam model karena datanya tidak tersedia. Hasil regresi variabel RS (Relative Spread) terhadap variabel PRICE, FREQ, VOLATILITY dan variabel interaksinya dapat dilihat pada Tabel 12.

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa faktor yang berpengaruh signifikan terhadap nilai relative spread adalah frekuensi perdagangan, hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien regresi variabel FREQ ($\beta_2 = -0,210$) dan variabel LnFREQ ($\beta_5 = -0,282$) yang keduanya signifikan pada tingkat kesalahan sebesar 5%. Faktor-faktor lainnya seperti harga saham, volatilitas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap

Tabel 12.
Hasil Regresi Relative Spread terhadap Price, Volatility, Frequency, dan variabel Dummy

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.140	1.207		.945	.349
	LnPRICE	-.307	.245	-.189	-1.255	.215
	LnRLQ	-.210	.093	-.381	-2.249	.029
	LnVOLATILITY	.257	.176	.340	1.457	.151
	D_LnPRICE	.332	.326	.537	1.017	.314
	D_LnFREQ	-.282	.113	-.547	-2.502	.015
	D_LnVOLATILITY	-.026	.195	-.099	-.134	.894
	D	-1.106	1.016	-.621	-1.004	.319

a. Dependent Variable: LnRS

Keterangan: Adjusted R Square = 52,4%; F-stat = 10,557 (signifikan pada 1%)

dengan relative spread. Variabel elastisitas harga yang semula akan

relative spread. Penulis juga telah melakukan regresi untuk variabel

dependen *Depth-to-Relative Spread* (DRS), hasil regresinya juga tidak berbeda dengan hasil pada regresi *Relative Spread* di atas. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ekaputra dan Ahmad (2007) untuk penurunan *tick size* Rp5,00.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa frekuensi perdagangan saham berpengaruh signifikan pada likuiditas saham. Kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 untuk saham dengan harga saham yang nilainya kurang dari Rp200,00 juga mempengaruhi frekuensi perdagangan saham. Sedangkan harga saham dan volatilitas saham tidak terbukti mempengaruhi likuiditas saham (yang diukur dengan *relative spread*) pada kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 di Bursa Efek Indonesia.

SIMPULAN , KETERBATASAN PENELITIAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Simpulan

Penelitian ini ingin membuktikan apakah kebijakan penurunan *tick size* yang dilakukan oleh otoritas Bursa Efek Indonesia pada tanggal 16 Desember 2006 yang berlaku efektif pada tanggal 2 januari 2007 dapat meningkatkan kualitas pasar.

Kualitas pasar yang berhasil diukur adalah dengan menggunakan ukuran likuiditas saham, yaitu: *relative spread*, *nominal spread*, *market depth* dan rasio *depth-to- relative spread*.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 berpengaruh signifikan pada likuiditas pasar berdasarkan pengukuran

market depth. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Purwoto dan Tandelilin (2004) untuk penurunan *tick size* Rp5,00 dan konsisten dengan Ekaputra dan Ahmad (2007) untuk kasus penurunan *tick size* Rp10,00.

Namun, penelitian ini membuktikan bahwa kebijakan penurunan *tick size* Rp1 tidak berpengaruh signifikan pada *relative spread* dan rasio *depth-to-relative spread*. Hasil ini sejalan dengan penelitian Ekaputra dan Ahmad (2007) tapi berbeda dengan Purwoto dan Tandelilin (2004).

Hasil regresi *cross-sectional* menunjukkan bahwa frekuensi perdagangan saham (variabel *LnFREQ*) berpengaruh signifikan pada likuiditas saham yang diukur dengan *relative spread* (*LnRS*). Kebijakan penurunan *tick size* Rp1 untuk saham dengan harga kurang dari Rp200,00 mempengaruhi frekuensi perdagangan saham (variabel *D_LnFREQ*). Sedangkan harga saham dan volatilitas saham tidak terbukti mempengaruhi *relative spread*.

Keterbatasan Penelitian dan Peluang untuk Penelitian Selanjutnya

Berdasarkan pengukuran likuiditas pasar, penelitian ini membuktikan bahwa kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 memberi dampak pada *market depth* tetapi tidak memberi dampak pada *relative spread* dan *Depth-to-Relative Spread*. Hasil regresi *cross-sectional* membuktikan bahwa variabel frekuensi perdagangan saham mempengaruhi likuiditas saham (*relative spread*) dan kebijakan tersebut juga berpengaruh

pada frekuensi perdagangan saham, sedangkan variabel harga saham dan volatilitas saham tidak terbukti mempengaruhi likuiditas saham (*relative spread*).

Berbagai kemungkinan yang menjadi penyebab hasil yang berbeda dengan yang diharapkan dan solusi untuk memperbaikinya antara lain:

1. Sampel penelitian kurang representative dimana meliputi sekitar 30 persen dari total saham yang berada pada kisaran harga kurang dari Rp200,00. Namun hal ini tidak sepenuhnya dapat diperbaiki (jumlahnya dapat ditingkatkan), karena pada kenyataannya masih banyak saham pada kisaran harga tersebut yang tidak aktif sehingga datanya tidak tersedia.
2. Pada saat menghitung spread, penulis menggunakan harga minat beli dan minat jual terbaik pada suatu waktu tertentu. Karena minat beli dan minat jual berubah-ubah menurut waktu, maka dapat digunakan pengukuran lain yaitu menggunakan rata-rata pada kisaran waktu yang lebih pendek lagi, misalnya 15 menitan atau 30 menitan dengan demikian akan diperoleh spread yang lebih representatif.

Penelitian ini belum membuktikan perubahan efisiensi pasar yang diukur dengan **Koefisien Efisiensi Pasar (*Market Efficiency Coefficient* atau *MEC*)** dan pengaruh variabel elastisitas terhadap relative spread karena alasan ketersediaan data. Bagian ini masih

masih layak untuk dibuktikan dengan mencari lebih lanjut dari sumber penyedia data yang lain. Koefisien efisiensi pasar atau *MEC* dapat diukur berdasarkan konsep pengukuran yang dilakukan oleh Hasbrouck dan Schwartz (1988) yaitu:

$$MEC = \frac{Var(R_S)^*}{Var(R_S)}$$

Dimana:

$$Var(R_S)^* = \text{varians return implied} \\ = Var(R_L)/24$$

$$Var(R_S) = \text{varians return aktual}$$

Karena masih inkonklusifnya hasil penelitian penurunan *tick size* di Indonesia terutama terkait dengan ukuran *market depth* dan *depth-to relative spread*, maka penelitian tentang penurunan *tick size* masih layak untuk diteliti lebih lanjut.

Implikasi Kebijakan

Hasil penelitian di atas memberi implikasi kebijakan untuk meninjau kembali kebijakan penurunan *tick size* Rp1,00 untuk saham dengan harga kurang dari Rp200,00. Dugaan sementara dari penulis adalah, fraksi perdagangan tersebut terlalu kecil sehingga tidak menarik bagi investor untuk bertransaksi terutama dari sudut biaya transaksi dan waktu yang digunakan untuk bertransaksi. Dugaan ini perlu dibuktikan dengan melakukan survey kepada investor yang bertransaksi pada saham dengan harga kurang dari Rp200,00 tersebut.

---0---

REFERENSI

- Ahn, H., Cao, C., dan Choe, H. 1996. Tick Size, Spread and Volume. *Journal of Financial Intermediation*, 5, pp. 2-22.
- Aitken, M. dan Alex Frino. 1996. The determinants of Market Bid Ask Spreads on The Australian Stock Exchange: Cross-Sectional Analysis. *Accounting and Finance*, pp 51-63
- Bacidore, J., Battalio, R. Dan Jennings, R., 2003. Order Submission Strategies, Liquidity Supply, and Trading Pennies on the New York Stock Exchange. *Journal of Financial Market*, 6, pp. 337-362
- Bessembinder, H. 2000. "Tick Size and Liquidity: An Analysis of Nasdaq Securities Trading Near ten Dollars. *Journal of Financial Intermediation*, 9, pp.213-239.
- Bourghelle, D. Dan Declerck, F. 2004. "Why Market Should Not Necessarily Reduce The Tick Size. *Journal of Banking & Finance*, 28, pp.373-398.
- Coughenour, J. dan Kudeep Sashtri, 1999. Symposium on Market Microstructure: A Review of Empirical Research. *The Financial Review*, 34, pp. 1-28.
- Ekaputra, I.A. dan Basharat Ahmad, 2007. The Impact of Tick Size reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from Jakarta Stock Exchange (JSX). *Economics and Finance in Indonesia*, Vol. 53 (1), pp. 89-104.
- Ekaputra, I.A., 2004. Pengertian dan Dimensi Likuiditas Finansial. *Kompas*, Selasa, 21 September 2004.
- Goldstein, M. dan Kavajecz, K. 2000. "Eights, Sixteenth, and Market Dept: Changes in Tick Size and Liquidity Provision on NYSE. *Journal of Financial Economics*, 56, pp.125-149
- Harris, L., 1994. Minimum Price Variation, Discrete Bid-Ask Spreads, and Quotation Sizes. *Review of Financial Studies*, 7/1, pp. 149-178.
- , 2003. *Trading & Exchange: Market Microstructure for Practitioners*. USA: Oxford University Press.
- Hasbrouck, J., dan R.A. Schwartz, 1988. Liquidity and Execution Costs in Equity Markets. *Journal of Portofolio Management*, Spring 1988; 14, 3, pp. 10-16.
- Lau, S., dan McNish, T. 1995. Reducing Tick Size on The Stock Exchange of Singapore. *Pacific Basin Finance Journal*, 3, pp. 485-496.
- O'Hara, M. 1996. *Microstructure Theory*. USA: Blackwell Publisher Inc.
- Purwoto, L., dan Tandelilin, E. 2004. The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 6, pp. 225-249.
- Stoll, H. 1978. The Supply of Dealer Services in Securities Markets. *Journal of Finance*, 33, pp. 1133-1151.