

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 7 - No. 2, Desember 2010

STOCK SPLIT DAN LIKUIDITAS SAHAM DI BEI: PENGUJIAN MENGGUNAKAN HIPOTESIS LIKUIDITAS

Ignatius Roni Setyawan

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara
ignronis@yahoo.com, ignronis@gmail.com

Abstract

This study aims to re-examine the effectiveness of liquidity hypothesis in stock split. Liquidity hypothesis in stock split is defined as the returning stock price to the optimal trading level. Based on Ekaputra and Putri (2006), this study consists of two analysis methods such as: 1) Paired t-test among return volatility and liquidity during stock split 2) OLS-test focuses on the consistency of the model of Ekaputra and Putri (2006) and in line with Kim et al. (2007), this research includes Amihud's Illiquidity as an alternative proxy of liquidity in stock split in addition to relative spread. According to paired t-test, this study finds return volatility decreases after stock split and it is similar to liquidity proxies both relative spread and Amihud's Illiquidity. In OLS-test, the results indicate that only the effect of trading volume toward liquidity proxies (i.e., relative spread and Amihud's Illiquidity) has the appropriate signs with the alternative hypothesis. Generally, this research concludes that stock liquidity increases after stock split and relative spread is a better liquidity proxy than Amihud's Illiquidity.

Keywords: *Stock Split, Liquidity Hypothesis, Relative Spread, Amihud's Illiquidity*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali efektivitas hipotesis likuiditas *stock split*. Hipotesis likuiditas dalam *stock split* didefinisikan sebagai kembalinya harga saham ke rentang perdagangan yang optimal. Berdasarkan studi dari Ekaputra dan Putri (2006), penelitian ini terdiri dari dua metode analisis yakni antara lain: 1) *Paired t-test* antara volatilitas *return* dan likuiditas selama *stock split* 2) Uji OLS yang berfokus pada konsistensi dari model Ekaputra dan Putri (2006) dan sejalan dengan Kim et al. (2007) maka penelitian ini juga mencakup *Amihud's Illiquidity* sebagai proksi alternatif likuiditas dalam *stock split* selain *relative spread*. Berdasarkan hasil *paired t-test*, studi ini menemukan volatilitas *return* menurun setelah *stock split* dan ini berlaku juga untuk proksi likuiditas yakni *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity*. Dalam pengujian dengan OLS, hasil menunjukkan bahwa hanya volume perdagangan yang berpengaruh terhadap proksi likuiditas baik *relative spread* maupun *Amihud's Illiquidity* yang mempunyai araha tanda hasil sesuai dengan hipotesis alternatif. Secara umum, penelitian ini menyimpulkan bahwa likuiditas saham meningkat setelah *stock split* dan *relative spread* adalah proksi likuiditas yang lebih baik dari *Amihud's Illiquidity*.

Kata Kunci: *Stock Split, Liquidity Hypothesis, Relative Spread, Amihud's Illiquidity*

PENDAHULUAN

Menurut Leledakis et al. (2009), ada tiga hipotesis dibalik tindakan *stock split* suatu perusahaan. Hipotesis pertama yakni hipotesis *signaling* dari Brennan and Copeland (1988) yang menyatakan *stock split* dipandang sebagai sinyal positif oleh emiten untuk memberikan keyakinan pada investor bahwa prospek perusahaan akan lebih baik. Sinyalemen ini dapat berhasil dengan baik apabila memang tujuan *stock split* adalah untuk meningkatkan kinerja fundamental perusahaan. Studi Brennan and Copeland (1988) juga didukung oleh studi Grinbaltt et al. (1984) dan Lakonishok and Lev (1987). Selain hipotesis *signaling*, juga terdapat hipotesis kedua yakni *liquidity hypothesis* dari Lamoreux and Poon (1987). Mereka menyatakan motif pelaksanaan *stock split* adalah mengembalikan level harga saham ke *optimal trading range*. Argumentasi pendukung hipotesis ini adalah karena harga saham perusahaan sudah terlalu tinggi, sehingga dikuatirkan likuiditas saham tersebut akan berkurang sehingga mengurangi daya tariknya di mata investor. Terkait dengan motif *stock split* ke level harga optimum, maka hipotesis *liquidity* juga mengandung hipotesis ketiga yakni *optimal trading range*. Hal ini karena ukuran *liquidity* umumnya memakai *relative* atau *bid-ask spread*, dimana *bid* dan *ask* sendiri memiliki unsur harga saham dalam *limit order book* dan akan bertemu pada ekulibrium membentuk harga pasar [lihat Darminto (2010)].

Sepanjang observasi penulis, hampir semua peneliti di Indonesia bertitik-tolak dari hipotesis *stock split* kedua yakni *liquidity hypothesis* dari Lamorioux and Poon (1987). Kelompok peneliti tersebut antara lain Fatmawati dan Asri (1999), Ewijaya dan Nur Indriantoro (1999), Miliasih (2000), Marwata (2001), Khomsiyah dan Sulistiyo (2001), Najmuddin (2002), Rohana (2003), Ekaputra dan Putri (2006) dan masih banyak lagi. Yang menarik adalah hampir semuanya memakai metodologi *event study* yakni beberapa hari sebelum dan sesudah *stock split* bagaimanakah

profil likuiditas saham perusahaan. Ternyata sebagian besar hasilnya memiliki hasil beragam (Ekaputra dan Putri 2006). Karena setelah *stock split*, likuiditas ada yang menurun dan meningkat meskipun terdeteksi bahwa volume perdagangan dan frekuensi perdagangan saham meningkat. Beberapa kelompok studi yang berhasil adalah Baker dan Gallagher (1980), dan Lamoreux dan Poon (1987), sedangkan studi Copeland (1979) dan Conroy et al. (1990) tidak berhasil membuktikan hipotesis likuiditas atau *optimal trade range*. Hasil studi di Indonesia juga beragam, Najmuddin (2002) menemukan fenomena ganda, di satu sisi mendukung kenaikan likuiditas tetapi di sisi lain tidak. Fatmawati dan Asri (1999) justru menemukan penurunan likuiditas pasca *stock split* yang berarti mendukung Copeland (1979) dan Conroy et al. (1990).

Penulis melihat penyebab utama beragamnya hasil studi tersebut adalah pemakaian variabel *bid-ask spread* dan metode analisis yang dipakai. Sebagaimana diketahui karakter dasar BEI berbeda dengan NYSE. BEI cenderung *order-driven market* sementara NYSE lebih bersifat *dealer-driven market* (Harris 2003; Purwoto dan Tandelilin 2004). Conroy et al. (1990) menyatakan *dealer* jelas sangat *concern* dengan *bid-ask spread*, karena merupakan pendapatan utama dalam perdagangan. Lain halnya dengan BEI yang *order-driven*, *bid-ask spread* cenderung dipentingkan di pasar negosiasi. Agar mendukung *liquidity hypothesis* dalam *stock split*, penulis memerlukan definisi variabel *bid-ask spread* yang relevan. Ekaputra dan Ahmad (2006) serta Ekaputra dan Putri (2006) mengusulkan dua *proxy* likuiditas yakni *relative spread* dan *depth to relative spread*. Ternyata *proxy relative spread* lebih relevan. Uniknyanya lagi Ekaputra dan Putri (2006) berhasil menemukan determinan-determinan likuiditas saham dalam rangka *stock split* seperti harga, volume perdagangan dan volatilitas saham, yang awalnya diderivasi dari model determinan *spread* Ekaputra (2003).

Guna mengefektifkan studi ini, maka penulis memakai kembali model analisis studi Ekaputra dan Putri (2006) yakni OLS dengan

modifikasi dari studi Kim et al. (2007) dan Dyl dan Elliot (2006). Adapun modifikasi dari studi Kim et al. (2007) adalah penggunaan variabel *Amihud's Illiquidity* sebagai *proxy* pengganti dari *depth to relative spread* sedangkan untuk memodifikasi dengan studi Dyl and Elliot (2006), penulis akan melakukan pembagian analisis menurut kategori rasio *stock split* 2:1 dan non 2:1. Alasan penggunaan variabel *Amihud's Illiquidity* ini bukan hanya karena variabel *depth to relative spread* dari model Ekaputra dan Putri (2006) tidak seefektif *relative spread* dalam menjelaskan dampak *stock split* terhadap likuiditas saham atau juga karena *Amihud's Illiquidity* masih baru untuk kasus BEI tetapi justru melainkan bahwa *Amihud's Illiquidity* memiliki kedekatan rentang (digit) angka dengan *relative spread* yang sama-sama kecilnya dalam desimal dibandingkan dengan *depth to relative spread* yang besar digit angkanya. Srinivasan et al. (2005) menyatakan *depth* berhubungan dengan jumlah order transaksi yang identik dengan volume perdagangan saham. Sementara volume perdagangan saham sendiri sudah menjadi determinan likuiditas. Selain itu, modifikasi lain dari model Ekaputra dan Putri (2006) adalah menguji keterkaitan likuiditas dengan rasio *stock split* karena Dyl and Elliot (2006) serta Pavabutr and Sirodom (2010) yang membuktikan adanya perbedaan efek rasio *stock split* terhadap likuiditas yakni rasio non 2:1 memiliki efek terhadap likuiditas lebih besar dari rasio 2:1. Hasil studi mereka ini berbeda dengan hasil studi Conroy et al. (1990) serta Byun dan Rozeff (2003) yang menemukan rasio 2:1 sebagai rasio *stock split* optimum. Dengan menggabungkan tipe rasio 2:1 dan non 2:1 pada studi ini akan terbukti tipe rasio *stock split* yang optimum di BEI.

Secara *year to year* jumlah kasus *stock split* di BEI 1993-1997 mengalami peningkatan. Tetapi setelah 1997 (tertinggi dengan 44 kasus) sampai 2009 justru jumlah kasus *stock split* menurun tajam.¹ Dugaan penulis, ada ketidak-

seragaman di antara emiten dalam keputusan melakukan *stock split* baik yang percaya *stock split* meningkatkan likuiditas saham atau tidak. Kalau mencermati fenomena tersebut penulis berpikir fluktuasi jumlah kasus *stock split* bisa mempengaruhi hasil pengujian hipotesis. Seperti pada Fatmawati dan Asri (1999) yang hasil studinya menentang *liquidity hypothesis* atau Najmuddin (2002) yang justru menemukan fenomena ganda yakni terjadi kenaikan dan penurunan likuiditas saham setelah *stock split*. Penulis menduga tahun 1997 sebagai penyebabnya adalah data-data perdagangan saham menjadi tidak wajar lagi. Umpamanya volatilitas *return* saham sangat tinggi. Banyak perusahaan *go-public* melakukan *stock split* untuk menarik perhatian investor publik sehingga frekuensi perdagangan sahamnya menjadi naik kembali.

Atas dasar uraian tentang pro-kontra hasil riset-riset tentang keterkaitan *stock split* dan likuiditas saham, maka penulis tertarik untuk mengambil judul riset "*Stock Split dan Likuiditas Saham di BEI: Pengujian Menggunakan Hipotesis Likuiditas*". Dengan demikian tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris tentang: a) Perilaku likuiditas saham perusahaan-perusahaan selama kejadian *stock split* yang memiliki dua permasalahan yakni: 1) Apakah *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity* mengalami penurunan setelah *stock split*? 2) Apakah kondisi yang sama juga diikuti oleh volatilitas *return* saham? b) Dampak *stock split* terhadap likuiditas saham selama kejadian *stock split*, yang memiliki permasalahan penting yaitu: Seandainya perilaku volume perdagangan, harga dan volatilitas *return* saham sesuai dengan hipotesis, maka apakah ketiganya akan berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham selama *stock split*? Bukti empiris permasalahan a) memiliki kepentingan tentang berlaku atau tidaknya kembali hipotesis *liquidity* dalam *stock split*. Karena inti hipotesis ini adalah *stock split* harus bisa

1 Berdasarkan www.ksei.co.id, jumlah kasus *stock split* di BEI dalam kurun waktu 2000 – 2009 hanya berkisar rata-rata antara 5-7 kasus per tahun. Menurut penulis ini

termasuk keunikan data Indonesia oleh karena akan ada banyak dugaan-dugaan dari para pakar mengenai motif dan dampak dari *stock split* itu sendiri.

memperbaiki likuiditas saham. Sedang bukti empiris permasalahan b) memiliki arti penting menunjukkan faktor apa saja yang diduga mempengaruhi diterima-tidaknya *hipotesis liquidity* dalam *stock split*. Dari Conroy et al. (1990), Fatmawati dan Asri (1999) serta Ekaputra dan Putri (2006) teridentifikasi tiga faktor penting determinan likuiditas saham untuk *stock split* yakni volume perdagangan, harga dan volatilitas *return* saham. Selain pada *stock split*, model determinan likuiditas juga dipakai studi lain di BEI (Ekaputra 2003 dan Ekaputra dan Achmad 2006).

Maka hal baru dan alasan pengajuannya pada studi penulis ini adalah pemakaian *proxy* likuiditas saham dengan *Amihud's Illiquidity* yang bertujuan melengkapi *proxy* studi sebelumnya yakni *relative spread*. *Proxy relative spread* mengalami *mixed-result* ketika dikaitkan dengan *dummy stock split* seperti dalam Fatmawati dan Asri (1999) serta Ekaputra dan Putri (2006). Penyebab *mixed result* itu adalah Fatmawati dan Asri (1999) menghitung komponen *bid* dan *ask* secara harian dan periode data 1995-1997 yang rentan efek krisis moneter. Sedangkan Ekaputra dan Putri (2006) memakai periode data 2002-2005 yang sudah bebas efek krisis moneter dalam menghitung *bid* dan *ask* secara intrahari dengan hasil yang diperoleh mereka itu lebih baik. Namun data intrahari *bid* dan *ask* akan sulit diperoleh dan ada kecenderungan bahwa investor akan lebih menghitung *nominal spread* dibanding *relative spread*. Oleh karena *nominal spread* terkait erat dengan *nominal volatility* seperti pada studi Henker and Husodo (2010), maka perlu dihitung *return* saham pada kasus *stock split*. *Return* saham ini bukan saja berguna untuk menentukan besaran volatilitas *return* saham seperti pada model determinan likuiditas pada umumnya, namun akan lebih berguna sebagai komponen variabel *Amihud's Illiquidity* ketika *return* saham itu dibagi dengan volume perdagangannya.

LANDASAN TEORI

Tujuan dan Dampak *Stock Split*

Ada beberapa versi tujuan *stock split*, seperti dari McGough (1993), Astuti (2004)

dan Kamaruddin (2004).² McGough (1993) menyatakan tujuan *stock split* adalah penurunan harga saham yang selanjutnya menambah daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut. Dengan demikian akan terjadi perubahan dari tipe investor *odd lot* menjadi tipe investor *round lot*. *Odd lot* adalah transaksi jual beli saham kurang dari 1 lot (500 lembar untuk kasus BEI dan 100 lembar untuk kasus NYSE), sedangkan *round lot* adalah transaksi jual beli saham minimum 1 lot. Sedangkan Astuti (2004) memandang bahwa tujuan *stock split* adalah menurunkan besaran harga pasar saham yang sudah sangat tinggi. Mekanisme yang ditempuh menambah jumlah saham yang dimiliki pemegang saham lama. Lain lagi dengan Kamaruddin (2004) yang punya pandangan unik tentang tujuan *stock split* karena berkaitan pula dengan pembayaran dividen (kuartalan). Tujuan *stock split* memang diakui adalah penurunan harga saham sehingga akan menarik minat investor baru. Namun bagi pemegang saham lama perlu ada kompensasi yakni pembagian dividen. Secara teknis diatur, sebelum *stock split* emiten membayar dividen misalkan Rp. 2000,- per lembar saham. Setelah *stock split* emiten membayar dividen misal Rp. 1250,- per lembar. Bila rasio *stock split* 2:1, maka pemegang saham lama akan memiliki nilai dividen Rp. 2500,-. Berbasis uraian di atas, penulis menyimpulkan tujuan *stock split* berkisar pada perbaikan likuiditas melalui peningkatan jumlah lembar saham beredar. Kondisi itu akan membuat *investor base* mengalami penguatan. Kalau dihubungkan dengan perbaikan harga yang lebih rendah, penulis berketetapan motif ini sebagai tujuan alternatif saja. Karena belum tentu perbaikan harga yang lebih rendah akan memunculkan impresi yang positif di “benak” investor. Lain halnya dengan *investor base* yakni sokongan kuat terhadap pemegang saham publik justru akan membuat impresi lebih positif. Karena

² Astuti (2004) dan Komaruddin (2004) seperti dikutip dalam Susanti et al. (2005). Untuk Komaruddin (2005) dapat menimbulkan polemik karena keputusan *stock split* tidak boleh digabung dengan keputusan pembagian dividen. Kecuali kalau jenis dividen yang dibagi adalah dividen saham.

mestinya perusahaan *go-public* lebih memiliki keberpihakan kuat pada investor publik yang *mini round lot*.

Pro dan Kontra Seputar Kejadian *Stock Split*

McGough (1993) menyatakan sejumlah indikasi pro dan kontra dari *stock split*. Beberapa item yang terkait dengan alasan pendukung pelaksanaan *stock split* adalah: 1) Harga saham lebih rendah membuat marketabilitas lebih luas dan efisiensi pasar yakni preferensi rentang harga dalam prosentase tinggi volume perdagangan *round-lot* mulai nampak. 2) Akan menarik investor lebih kecil (jumlah pemegang saham meluas) dan mengubah pemegang *odd-lot* (kurang dari 100 lembar) menjadi pemegang *round-lot* (lebih dari 100 lembar). 3) Peningkatan jumlah pemegang saham yang berarti ada perbaikan likuiditas pasar dimana saham mungkin diperdagangkan dengan perubahan harga minimum dari transaksi sebelumnya. 4) Pemegang saham bisa mengambil keuntungan kecil secara *net* dalam total harga saham yang dipecah. Kemudian item-item yang merupakan penentang (kontra) terhadap pelaksanaan *stock split* antara lain: 1) Rentang harga ke depan seharusnya dipertimbangkan secara cermat (risiko *downside* perusahaan misal dalam kasus akuisisi potensial) 2) Level harga sekarang mungkin tidak cukup untuk menjamin pelaksanaan *stock split* yang efektif (dalam hal ini rivalitas antara volatilitas harga sekarang dan *track record* jangka panjang) 3) Level harga sekarang setelah *stock split* bisa menempatkan perusahaan pada kelompok yang lebih rendah dalam sektor industrinya 4) Meningkatnya jumlah pemegang saham sama dengan meningkatnya biaya servis pemegang saham.

Hipotesis Akademisi Tentang *Stock Split*

Hipotesis Optimal Trading Range (OTR)

Kalay and Kronlund (2009) menyatakan hipotesis *Optimal Trade Range* berhubungan

dengan argumentasi bahwa *stock split* diharapkan membuat harga saham kembali ke level optimum sehingga akan menarik para investor kecil untuk ikut bertransaksi pada saham tersebut. Opini dari Kalay and Kronlund (2009) didasarkan pada argumentasi Baker and Gallagher (1980) yang menyatakan motif perusahaan melakukan *stock split* adalah harapan untuk memperoleh semakin banyak investor kecil yang justru akan membuat kestabilan pasar dibanding dengan investor besar (bandar) yang merupakan pengontrol harga di pasar. Hal ini karena menurut Stoval (1995) investor kecil adalah investor publik yang memiliki kontrol terhadap setiap aksi korporasi perusahaan dan cenderung untuk berorientasi jangka panjang.

Hipotesis Signaling

Hipotesis *signaling* ini disebut juga hipotesis *information-related*. Ding (2009) menyatakan perusahaan yang melakukan *stock split* memberi sinyal positif kepada investor publik bahwa perusahaan memiliki momentum untuk meningkatkan harga saham melalui perbaikan kinerja fundamental. Najmudin (2002) menyatakan momentum *signaling stock split* harus dimanfaatkan investor publik untuk lebih mengakumulasi order beli, tetapi dengan syarat mereka memiliki keyakinan tinggi terhadap akurasi para analis bahwa informasi perbaikan kinerja fundamental adalah relevan. Namun untuk menjamin relevansi perbaikan kinerja fundamental selama *stock split* sangat sulit. Grinblatt et al. (1984) serta Lamoreoux and Poon (1987) menyatakan kinerja fundamental adalah informasi privat dan lebih efisien bila investor publik secara kolektif melakukan akumulasi order beli. Hal ini karena menurut Leledakis et al. (2009) kolektivitas investor publik menjadi *bargaining power* bagi investor besar yang seringkali mencari informasi privat dengan pendekatan terhadap para analis. Motif mereka adalah untuk memperoleh keyakinan setelah *stock split* akankah terjadi *stock (cash) dividend* sebagai manifestasi perbaikan kinerja fundamental (McNichols and Dravid 1990).

Hipotesis Liquidity

Menurut Ding (2009), hipotesis *liquidity* tersebut pada intinya adalah *stock split* akan meningkatkan likuiditas dengan jalan penentuan *tick size* yang turun atau *bid-ask spread* yang makin kecil. Asumsi yang mendasari hipotesis ini adalah dengan *tick size* turun maka rentang harga menjadi lebih sempit sehingga saham-saham unggulan yang tadinya kurang likuid akan menjadi saham-saham yang lebih likuid. Studi dari Angel (1997), Schultz (2000), Ekaputra dan Putri (2006) serta Pavabutr and Sirodom (2010) adalah contoh studi empirik hipotesis *liquidity* dengan alasan mereka telah menemukan perbaikan likuiditas saham dalam *stock split* karena faktor *tick size*. Proses analisis studi mereka dimulai dari analisis level *relative spread* dan mengkaitkannya dengan faktor-faktor determinan terutama *dummy stock split*. Setelah mereka membuat kelompok perbandingan data *tick size* tetap dan *tick size* turun, nampak bahwa untuk *tick size* rendah terjadi penurunan *relative spread* yang lebih signifikan.

Pengembangan Hipotesis

Penulis hanya fokus pada hipotesis *liquidity* dengan argumentasi mayoritas riset dan pandangan praktisi di Indonesia masih berorientasi pada persoalan likuiditas yakni kembalinya level perdagangan optimum (Susanti et al. 2005). Hipotesis lain seperti *optimal tick size* dan *signaling* tidak diuji secara empirik karena sulitnya pengukuran *proxy* terkait. Menurut Ding (2009) pada hipotesis *optimal tick size* tidak hanya mengandalkan kelompok data *tick size*, tetapi justru harus diidentifikasi data komisi broker jual dan beli yang *undisclousure*. Sedangkan pada hipotesis *signaling* sulit mendapatkan data kepemilikan investor publik yang berperan sebagai pelaku transaksi saham yang melakukan *stock split*.

Selanjutnya penulis membuat 2 skenario hubungan antar variabel dalam riset ini. Kedua skenario ini adalah pengaruh positif volume perdagangan terhadap likuiditas saham pasca *stock split* serta pengaruh negatif volatilitas dan harga saham terhadap likuiditas saham

pasca *stock split*. Argumentasi pengaruh positif dari volume perdagangan adalah makin tinggi volume perdagangan saham berarti makin banyak pihak investor pada posisi beli dan jual sehingga untuk saham tersebut akan memiliki arus order yang sangat besar. Sebab biasanya saham-saham dengan arus order besar memiliki harga cenderung rendah. Untuk volatilitas *return* saham yang tinggi akan membuat selisih harga *bid* dan *ask* makin tinggi. Situasi tersebut membuat arus order saham menjadi makin kecil. Sedangkan dari segi harga saham, pasca *stock split* variabel tersebut akan mengalami penurunan. Arah gerakan harga saham akan berlawanan dengan arah gerakan volume perdagangan. Secara teori memang sudah jelas bahwa harga saham setelah *stock split* akan mengalami penurunan dan untuk volume juga akan mengalami kenaikan. Karenanya kalau dibuat hipotesis untuk keduanya akan bersifat tautologis. Berdasarkan uraian dengan basis hipotesis likuiditas dari Conroy et al (1990) dan Ekaputra dan Putri (2006), maka penulis mengajukan beberapa hipotesis yakni:

- H₁: Likuiditas saham setelah *stock split* akan lebih besar dibandingkan dengan likuiditas saham sebelum *stock split*.³**
- H₂: Volatilitas *return* saham setelah *stock split* akan lebih kecil dibandingkan dengan volatilitas *return* saham sebelum *stock split*.**
- H₃: Dalam kasus *stock split*, volume perdagangan memiliki pengaruh negatif terhadap *proxy* likuiditas saham yakni *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity*.**
- H₄: Harga saham memiliki pengaruh positif terhadap *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity* untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock split*.**
- H₅: Volatilitas *return* saham memiliki pengaruh positif terhadap *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity* selama kejadian *stock split*.**

³ Likuiditas saham diukur dengan *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity*. Tujuan pembuatan H1 selain menguji hipotesis likuiditas dalam *stock split* juga mengukur berapa persen perbedaan di antara keduanya sebelum dan sesudah *stock split*. Persentase perbedaan ini bisa jadi akan menimbulkan efek yang berbeda di antara investor dalam menentukan skenario transaksi perdagangan saham pasca *stock split*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan adalah semua perusahaan *go-public* yang terdaftar di BEI. Sampel penelitian yang ditarik secara *purposive* dengan kriteria: melakukan *stock split* antara Juli 1998 s/d Juni 2004⁴ memiliki data transaksi lengkap selama periode 4 hari sebelum dan setelah *stock split*, memiliki data arus order yang lengkap untuk data *bid price* dan *ask price*, tidak melakukan aksi korporasi lain dan masih aktif. Alasan pemilihan 4 hari pengamatan adalah ingin melihat kombinasi efek berbeda dari reaksi investor atas *stock split* dibandingkan Conroy et al. (1990) dengan 3 hari pengamatan dan Ekaputra dan Putri (2006) dengan 5 hari pengamatan. Artinya apakah ada perbedaan perilaku likuiditas saham untuk periode pengamatan dengan jumlah data genap (4) dan jumlah data ganjil (3 dan 5).

Definisi Operasional Variabel Penelitian *Stock split*

Stock split merupakan aktivitas yang dilakukan perusahaan *go-public* untuk menaikkan jumlah saham beredar. Bila harga saham dinilai terlalu tinggi maka perusahaan akan melakukan *stock split* untuk menurunkan harga saham. Dengan melakukan *stock split* diharapkan volume perdagangan perdagangan meningkat dan *spread* diharapkan lebih rendah sehingga dapat menarik minat investor

⁴ Ada tiga alasan: **pertama**, melanjutkan periode data studi Fatmawati dan Asri (1999) dan **kedua** uji konsistensi hasil studi Susanti et al. (2005) yang agak kontras dengan hipotesis *liquidity*. **Ketiga**, data 2005-2009, penulis telah melakukan penelaahan dan ditemukan bahwa jumlah kasus *stock split* di BEI sangat minimum dan walaupun diambil justru akan bertolak belakang dengan hipotesis *liquidity* dalam *stock split*. Hal ini karena perhitungan *relative spread* ternyata justru mengalami peningkatan tajam akibat menyempitnya fraksi harga (*tick-price*) sebagai efek dari rasio *stock split*, misal dari level harga 5000-an menjadi 500-an. Peningkatan tajam ini karena komponen penyebut dari *relative spread* adalah median (nilai tengah) yang nilainya lebih kecil untuk level harga 500-an dibandingkan level harga 5000-an. Faktor lain pada komponen pembilang yakni selisih harga *bid* dan *ask* untuk level harga 5000-an yang tentu lebih tinggi.

untuk lebih banyak lagi membeli saham tersebut. Terkait fenomena *stock split*, penulis menggunakan beberapa variabel kontrol yakni:

- a. **Volume Perdagangan** merupakan jumlah unit saham yang diperdagangkan secara harian pada periode 7 hari sebelum, saat dan setelah *stock split*. Data jumlah unit saham yang diperdagangkan secara harian ini berasal dari www.jsx.co.id. Volume Perdagangan di-log natural-kan karena besarnya digit volume perdagangan secara nominal sangat bervariasi antara saham LQ 45 dan non LQ 45 yang melakukan *stock split*. Dikaitkan dengan nilai perdagangan yang memiliki komponen nilai nominal, penulis memandang kurang tepat. Karena memang tidak akan ada peningkatan aktivitas perdagangan. Lain halnya bila faktor *multiplier* (pengali) adalah harga saham, maka bisa terjadi perubahan aktivitas perdagangan. Namun demikian hal ini juga kurang tepat, karena *proxy* yang terbentuk yakni nilai perdagangan mengandung komponen harga saham yang akan bisa menimbulkan efek multikolinearitas dengan variabel kontrol harga saham.
- b. **Volatilitas Return Saham** merupakan standar deviasi *return* saham selama kurun berlangsungnya *stock split*. Seperti halnya volume perdagangan, volatilitas *return* saham juga di-log natural-kan. Argumentasinya bukan karena perbedaan besar kecilnya nilai standar deviasi *return* saham untuk LQ45 dan non LQ45 melainkan dikarenakan komponen volatilitas *return* saham seperti halnya harga saham dan volume perdagangan adalah determinan likuiditas saham yang menurut Ekaputra (2003) diturunkan dari model *translog Cobb Douglas* yakni $RS = kVOL^aVOT^bCP^c$. Model itu kemudian diterjemahkan menjadi $\ln RS = k + a \ln VOL + b \ln VOT + c \ln CP + \varepsilon$. (Dimana $RS = relative\ spread$, $VOL = volume\ perdagangan$, $VOT = volatilitas\ return\ saham$ dan $CP = close\ price$).
- c. **Harga Saham** merupakan harga penutupan harian selama periode *stock split*. Sumber

data juga berasal dari www.jsx.co.id. atau sekarang www.idx.co.id. Seperti halnya volume perdagangan, harga saham juga di-log natural-kan dengan alasan beberapa saham kelompok LQ 45 (kasus *stock split*) memiliki digit harga saham mencapai ribuan seperti ASII, ISAT dan TLKM, namun di sisi lain ada harga saham non LQ 45 yang hanya berdigit ratusan. Fungsi variabel harga saham selain untuk variabel kontrol likuiditas saham juga untuk membuktikan keberlakuan hipotesis *optimal trade range*.

Likuiditas

Likuiditas dalam penelitian ini akan diukur dengan dua indikator. Yang pertama adalah *relative bid-ask spread*. *Relative bid-ask spread* merupakan hasil bagi antara selisih harga penawaran jual terbaik (*best ask price*) dan harga penawaran beli terbaik (*best bid price*) dan nilai tengah harga penawaran jual dan beli tersebut. Semakin tinggi *relative bid-ask spread* maka semakin rendah likuiditas saham. Sumber data untuk *bid price* dan *ask price* adalah www.idx.co.id dan harus *cross check* ke *JSx Detailed History* untuk validasinya.

Sesuai hipotesis *liquidity*, seharusnya setelah *stock split* nilai *relative bid-ask spread* harus turun. Indikator yang lain adalah *Amihud's Illiquidity*. Secara teknis indikator ini dinyatakan sebagai hasil bagi antara *return* saham pada hari tertentu dengan volume perdagangan perdagangan saham pada hari tertentu juga⁵. Logika dari indikator ini sejalan dengan *relative bid-ask spread* artinya makin tinggi nilai *Amihud's Illiquidity* akan semakin tidak likuid suatu saham.

Metode Analisis Data

Untuk menguji hipotesis alternatif kelompok pertama (H1-H2), penulis menggunakan uji t-satu arah. Proses pengujian hipotesis (H1-H2) akan dilakukan untuk berbagai kelompok data level dari *tick size* (tetap dan turun) dan tipikal rasio *stock split* (2:1 dan non 2:1). Motivasi penulis terkait perbedaan *tick size*

adalah inspirasi hasil studi Ekaputra dan Putri (2006) yang berhasil membuktikan ada efek positif *stock split* terhadap likuiditas sub sampel emiten yang *tick size* nya berkurang. Sedangkan untuk tipikal rasio *stock split*, penulis temukan dalam Dyl and Elliot (2006) yakni hasil rasio non 2:1 lebih baik. Dalam pengujian hipotesis alternatif kelompok kedua (H3-H5), penulis menggunakan model persamaan regresi berganda (OLS) sebagai berikut⁶:

$$\begin{aligned} \ln RS &= \beta_0 + \beta_1 \ln VOL + \beta_2 \ln VOT.R. \\ &+ \beta_3 \ln CP + \beta_4 DS + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \ln ILQ &= \beta_0 + \beta_1 \ln VOL + \beta_2 \ln VOT.R. \\ &+ \beta_3 \ln CP + \beta_4 DS + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

Keterangan:

1. RS (*Relative Spread*)

Yakni hasil bagi antara selisih harga penawaran jual terbaik dan harga penawaran beli terbaik dan nilai tengah harga penawaran jual dan beli tersebut.

2. ILQ (*Amihud Illiquidity*)

Yakni sebagai hasil bagi antara *return* saham pada hari tertentu dengan volume perdagangan perdagangan saham pada hari tertentu juga.⁷

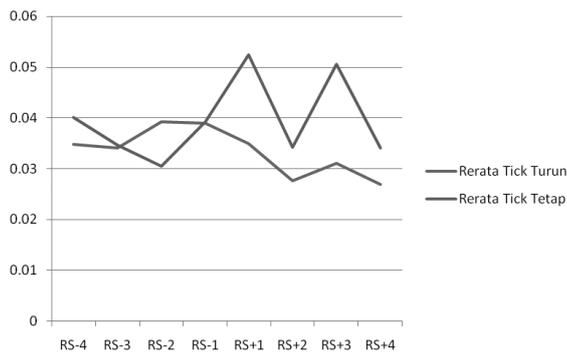
3. VOL (*Trading Volume*)

Yaitu volume perdagangan harian 7 hari sebelum, saat dan 7 hari setelah *stock split*. Penulis menggunakan jumlah unit saham yang diperdagangkan secara harian. Ukuran kuantitas atau volume perdagangan dipandang lebih baik tanpa komponen harga saham, karena akan menghindari efek multikolinearitas antara VOL dan CP.

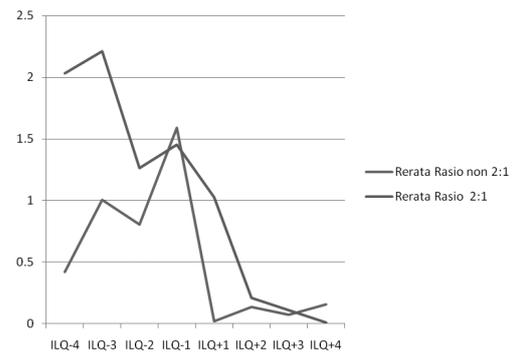
⁶ Penulis mendapatkan model OLS ini dari studi Ekaputra dan Putri (2006). Secara khusus penulis anggap lebih baik dari model Fatmawati dan Asri (1999), Susanti et al. (2005) serta Kim et al. (2007) karena berhasil menunjukkan bagaimana seharusnya variabel-variabel seperti volume perdagangan, harga saham dan volatilitas tersebut berpengaruh terhadap likuiditas saham untuk kejadian *stock split*.

⁷ Sesuai arahan Amihud (2002 dan Lin et al. (2009), nilai return harus absolut dan hasil bagi harus dikalikan 10⁶]

⁵ Menurut Amihud (2002) dan Lin et al. (2009), nilai *return* harus absolut dan hasil bagi harus dikalikan 10⁶



Grafik 1

Pergerakan *Relative Spread* Selama *Stock Split*

Grafik 2

Pergerakan *Amihud's Illiquidity* Selama *Stock Split*

Tabel 1
Paired t test* untuk Likuiditas dan Volatilitas *Return Saham* Selama *Stock Split

Kondisi	Mean RS	Mean ILQ	Mean Ln VOT.R
Sesudah <i>Stock Split</i>	0.0301779	0.079057	2.689215
Sebelum <i>Stock Split</i>	0.0368147	0.331934	3.538355
Difference	-0.0066368	-0.252877	-0.8491403
% Difference	-4.34%	-79.18%	-31.57%
T-test	-2.5952338**	-3.15192**	-3.6584***

Sumber: hasil olah data (2007)

4. VOT.R. (*Return Volatility*)

Yakni standar deviasi return harga saham penutupan (*close*) selama periode *stock split*. Penulis setuju dengan argumen proxy VOT.R. lebih baik dari VOT karena akan mampu membandingkan antara harga saham yang tinggi dan rendah untuk kasus *stock split*.

5. CP (*Close Price*)

Yaitu harga penutupan harian selama *stock split*. Fungsi CP adalah sebagai variabel kontrol untuk RS dan ILQ.

6. DS (*Dummy Stock Split*)

Yaitu ($D = 0$) pada saat sebelum *stock split* dan ($D = 1$) pada saat sesudah *stock split*.

H3 diterima bila $\beta_1 > 0$, H4 diterima bila $\beta_2 < 0$ dan H5 diterima bila $\beta_3 < 0$. Tentunya model (1)–(2) juga harus lolos uji asumsi klasik dari Gauss Markov. Seperti halnya H1-H2, pengujian H3-H5 dilakukan untuk kelompok data *tick size* turun dan tetap serta rasio *stock split* 2:1 dan non 2:1. Perlu diketahui peran *dummy variable stock split* (DS) cukup efektif dalam model OLS untuk berkontribusi dalam

pengujian H3-H5. Efek DS yang diharapkan adalah negatif terhadap *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity*. Artinya setelah melakukan *stock split* maka suatu saham diharapkan akan mengalami perbaikan likuiditas.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Komparasi Variabel Riset Terkait *Event Stock Split*

Berdasarkan pengujian komparasi dengan *paired t-test* pada Tabel 1 (data gabungan), maka likuiditas saham pasca *stock split* mengalami peningkatan yang signifikan terutama untuk *Amihud's Illiquidity* (ILQ). Hal ini berarti H1 diterima dan mendukung Conroy et al. (1990) dan Fatmawati dan Asri (1999) serta Ekaputra dan Putri (2006). Dari 46 saham yang melakukan *stock split* 1998-2004, ternyata rata-rata *relative spread* sesudah *stock split* hanya berkurang sebesar 4.34 % (lihat Tabel 1). Lebih kecilnya penurunan *relative spread* dibanding dengan *Amihud's Illiquidity* diduga

Tabel 2
Hasil Studi Terdahulu

Variabel Bebas	Model Ln RS [Fatmawati dan Asri (1999)] Coefficient (standard error)	Model Ln RS [Ekaputra dan Putri (2006)] Coefficient (t-test)
Ln CP	-0.048 (0.0014)***	-0.383 (-9.225)***
Ln VOL	-0.094 (-0.097)*	0.237 (3.088)**
Ln VOT	0.18 (0.0006)***	-0.191 (-8.418)***
DS	0.068 (0.42)	-0.221 (-1.711)*
F-Hitung	13.62***	47.559***
Adj-R ²	0.69	0.763
Sampel (N)	30 saham	33 saham
Periode	1995-1997	2002-2005
Window Period	5 hari	5 hari

Tabel 3
OLS Test Dependent Variable Ln Relative Spread (RS) dan Ln Amihud's Illiquidity (ILQ)

Variabel Bebas	Model 1 (Ln RS, Tick Size Turun)	Model 2 (Ln RS, Rasio Split Non 2:1)	Model 3 (Ln ILQ, Tick Size Turun)	Model 4 (Ln ILQ, Rasio Split Non 2:1)
Ln CP	-0.81102 (-4.74261)***	-0.7963 (-3.97362)***	-0.7008 (-2.03028)**	-0.74762 (-2.16413)**
Ln VOL	-0.11809 (-2.90619)***	-0.14948 (-3.19799)***	-1.15332 (-14.0615)***	-1.15099 (-14.2848)***
Ln VOT.R.	0.167582 (1.415141)	0.166711 (1.252562)	1.053478 (4.407293)***	0.983411 (4.286118)***
DS	-2.41708 (-1.82589)*	-2.45406 (-1.65904)	2.070506 (0.774878)	0.190008 (0.074514)
Intercept	7.542477 (6.159985)***	7.763294 (5.607452)***	14.0412 (5.681258)***	14.7899 (6.196949)***
F-Hitung	11.04233***	9.826671***	56.58043***	62.5981***
Adj-R ²	0.451496	0.445192	0.820007	0.848481

Sumber: hasil olah data (2007)

karena volume perdagangan yang mengalami peningkatan signifikan pasca *stock split*. Selain memakai tabel, juga digunakan analisis Grafik 1 untuk *relative spread* (kelompok *tick size*) dan Grafik 2 untuk *Amihud's Illiquidity* (kelompok rasio *stock split*). Dari grafik terlihat perilaku keduanya konsisten dengan H1.

Berdasarkan Tabel 1 juga diketahui volatilitas *return* saham mengalami penurunan drastis yakni 31.57 % (lihat Tabel 1). Dengan demikian H2 diterima, yakni volatilitas *return* saham akan mengalami penurunan setelah *stock split*. Temuan ini sekaligus memperkuat hasil studi Conroy et al. (1990) dan Fatmawati dan Asri (1999). Penulis memiliki dugaan, bahwa sikap investor untuk menentukan *bid* dan *ask price* dalam rentang yang lebih sempit menjadi faktor pemicu. Jelaslah dengan

rentang *bid* dan *ask price* yang makin sempit, akan mengindikasikan bahwa saham tersebut akan makin likuid. Hal ini sesuai dengan *liquidity hypothesis* bahwa harga saham akan kembali ke rentang optimum, dan akan mempermudah bagi investor kecil untuk ikut bermain pada saham-saham yang melakukan *stock split*. Seperti diduga setelah *stock split* ada kecenderungan investor untuk bermain dalam rentang harga *bid* dan *ask* yang sempit. Kalau benar harga *bid* dan *ask* akan juga menentukan *close price*, maka jelaslah *return* akan kecil sebab *return* adalah *capital gain* atau *capital loss* yang ditentukan dari perubahan *close price*. Konsekuensi dari temuan H1 dan H2 adalah terbuktinya hipotesis *optimal trade range* di BEI. Hasil ini juga mendukung hasil studi Fatmawati dan Asri (1999), Susanti et al.

(2005), Conroy et al. (1990) serta Ekaputra dan Putri (2006).

Analisis Asosiatif untuk Menjelaskan Hipotesis *Liquidity* Kasus *Stock Split*

Dengan memakai Tabel 3, penulis akan memaparkan hasil analisis asosiasi untuk menguji H3-H5. Pada variabel terikat akan dipakai *proxy relative spread* yang sudah terbukti efektif dalam studi Conroy et.al. (1990), Fatmawati dan Asri (1999) serta Ekaputra dan Putri (2006), kemudian juga *Amihud's Illiquidity* yang sukses dalam studi Kim et al. (2007) untuk kasus *dual class stock split*. Namun sebelumnya, penulis menyajikan hasil studi Fatmawati dan Asri (1999) serta Ekaputra dan Putri (2006) di tabel 2. Tujuan penyajian kedua studi adalah membandingkan dengan riset penulis dalam pengecekan hasil pengujian H3-H5. Untuk Conroy et al.(1990) tidak dibandingkan karena tidak ada DS dalam model OLS-nya.

Bila diperhatikan ada perbedaan hasil yang signifikan antara kedua peneliti di atas. Ekaputra dan Putri (2006) berhasil membuktikan hipotesis *liquidity* dalam *stock split* secara lebih baik. Hal ini karena *dummy stock split* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *relative spread* sementara Fatmawati dan Asri (1999) tidak berhasil. Implikasinya penulis lebih berkiblat dalam membandingkan model analisis uji H3-H5 dengan Ekaputra dan Putri (2006). Dalam tabel 3, penulis memakai model 1 sebagai model utama (acuan 3 model lain).

Berdasarkan Tabel 3 di atas maka variabel harga saham dan volume perdagangan saham terbukti signifikan pada level 1% untuk model 1-4. Tetapi hanya volume perdagangan saham yang memiliki arah tanda sesuai hipotesis alternatif. Dengan demikian H3 diterima dan H4 ditolak. Sedangkan untuk volatilitas return saham meski hanya terbukti signifikan pada model 3-4, tetap mengindikasikan bahwa H5 diterima sebagian. Hasil pengujian tentu mendukung riset Fatmawati dan Asri (1999) serta Ekaputra dan Putri (2006). Yang lebih penting, untuk variabel *dummy split* ternyata

hanya efektif untuk sampel *tick-turun*. Hal ini sekali lagi membuktikan bahwa peran *tick size reduction* dalam mendorong efektivitas *stock split* bagi perbaikan likuiditas saham. Temuan ini mendukung hasil Ekaputra dan Putri (2006). Argumentasi variabel harga tidak mendukung hipotesis alternatif adalah gerakan variabel harga menurun setelah *stock split*, ternyata diikuti dengan gerakan meningkat dari *bid-ask spread*. Karakter gerakan data yang saling antagonis inilah yang membuat terjadinya hubungan negatif. Implikasinya adalah *stock split* mampu memperbaiki level harga sehingga tercipta pola Z seperti pada kasus-kasus *stock split*. Tetapi ketika dikaitkan dengan likuiditas saham, pola Z tidak lagi terjadi karena rentang harga *bid* dan *ask* meningkat kembali.

Hanya perlu dicatat *dummy split* tidak begitu efektif dengan proksi likuiditas *Amihud's Illiquidity*. Penulis menduga hal ini adalah akibat dari peran variabel volatilitas *return* saham yang signifikan. Volatilitas *return* saham erat hubungannya dengan *bid-ask spread* seperti dalam studi Purwoto dan Tandelilin (2004). Mereka menyatakan pemain likuiditas amat membenci volatilitas sebab memperburuk hasil *capital gain*. Pada kasus *stock split*, justru yang terjadi volatilitas *return* saham turun sehingga konsekuensinya memperbanyak jumlah pemain likuiditas. Tetapi pada sampel studi penulis, mereka ini cenderung tidak memanfaatkan momentum *stock split* untuk memperkecil *bid-ask spread*, tetapi justru memperbesar volume perdagangan yang berakibat makin mengecilnya *Amihud's Illiquidity*.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis komparasi yang intinya menjawab permasalahan perilaku likuiditas saham pasca *stock split*, maka penulis menemukan bahwa likuiditas saham telah mengalami peningkatan (lihat permasalahan a1). Selanjutnya untuk volatilitas *return* saham ternyata mengalami penurunan (lihat permasalahan a2). Kemudian untuk hasil

analisis asosiasi yang berfokus pada persoalan dampak *stock split* terhadap likuiditas saham, maka penulis menemukan bahwa hanya volume perdagangan saham saja yang memiliki efek signifikan terhadap likuiditas saham (lihat permasalahan b) di samping tentunya variabel *dummy stock split* ternyata tetap memiliki efek signifikan terhadap likuiditas saham meskipun hanya untuk kondisi *tick size* turun yang merupakan temuan pendukung Ekaputra dan Putri (2006). Pada tiga model lain sebagai *control group*, *dummy stock split* ternyata memang tidak berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham seperti model kondisi *tick size* turun (*treatment group*). Temuan ini berarti memperkuat hasil penelitian dari Ekaputra dan Putri (2006).

Pada hasil analisis komparasi, penulis berhasil membuktikan adanya perbaikan likuiditas saham pasca *stock split* yang ditunjukkan dengan makin berkurangnya *relative spread* pada kondisi *tick size* turun dan makin minimumnya *Amihud's Illiquidity* pada kelompok data rasio non 2:1. Perbaikan likuiditas ini juga merupakan andil dari penurunan volatilitas *return* saham yang hipotesisnya bersifat non tautologis tidak seperti variabel volume *trading* dan harga saham yang memiliki hipotesis tautologis. Namun dalam hasil analisis asosiasi, ke-3 indikator yakni volatilitas *return* saham, volume *trading* dan harga saham harus dikaitkan dengan *relative spread* dan *Amihud's Illiquidity*, sebab ketiganya merupakan determinan likuiditas saham. Sementara itu inti dari hipotesis *liquidity* adalah *bid-ask spread* dan *Amihud's Illiquidity* yang akan makin menurun. Tetapi untuk kasus BEI, tidak semua perusahaan ber-*stock split* akan memiliki ciri demikian. Sesuai dengan hasil riset Ekaputra dan Putri (2006), maka hanya pada kondisi *tick size* menurun, hipotesis *liquidity stock split* terjadi. Pada kondisi yang sama dari studi ini, efektivitas hipotesis *liquidity* itu juga terjadi. Namun yang bekerja dengan efektif sebagai determinan likuiditas hanyalah volume perdagangan sehingga variabel ini menjadi indikator temuan terpenting studi penulis.

Sedikitnya jumlah kasus *stock split* terutama tahun 2005-2007 bisa menjadi pertanda bahwa hipotesis *liquidity* dalam *stock split* perlu dikaji lagi. Aspek penambahan jumlah pemegang saham dan prosentase kepemilikan publik pasca *stock split* perlu ditelaah lagi secara mendalam. Kiranya studi Najmuddin (2002) bisa menjadi *benchmark*. Sebab seperti penulis duga di awal studi, fenomena *signaling* dalam *stock split* juga terkait dengan *liquidity*. Investor *odd-lot* tentunya akan berupaya menjadi investor *round-lot* bila menangkap sinyal positif akan efektivitas likuiditas saham pasca pelaksanaan *stock split*. Selain itu kelemahan mendasar pada jumlah observasi bisa menjadi penyebab tidak efektifnya variabel *Amihud's Illiquidity*. Penulis berpendapat level data intrahari sebenarnya bisa menjadi solusi mengingat jumlah observasi akan meningkat, ataupun mengaktifkan kembali variabel *depth to relative spread* bila pencarian data intrahari memiliki hambatan potensial untuk mengakses datanya.

Penulis tidak memasukkan fenomena data *stock split* sebelum 1997, oleh karena aktualitas fenomena data periode 1993-1997 sudah tidak sekuat aktualitas fenomena data periode 1998-2004 dan kemudian juga data periode 1993-1997 sudah diteliti tiga periset lain seperti Fatmawati dan Asri (1999), Najmuddin (2002) dan Susanti et al. (2005) dengan hasil yang belum konvergen. Penelitian ini hanya memakai model OLS untuk menguji efek *stock split* terhadap likuiditas dengan acuan model sebelumnya yakni Conroy et al. (1990) dan Ekaputra dan Putri (2006). Bagi penulis, sebenarnya menarik juga mengestimasi probabilitas keputusan *stock split* perusahaan dengan model *logit* dan *probit* karena ada dukungan dua riset yakni Dyl and Elliot (2006) serta Hwang et al. (2009). Tetapi untuk saat ini analisis reaksi pasar yang dikaitkan dengan perilaku likuiditas setelah *stock split* di BEI lebih *urgent* dibanding dengan analisis estimasi probabilitas perusahaan yang akan melakukan *stock split*.

Penulis menyarankan penelitian dengan pendekatan survai seperti Baker and Gallagher

(1980) yang bersifat *behavioral* karena mampu mengungkap perilaku dari manajemen dalam kasus *stock split*. Sebab ada kecenderungan manajemen akan menggunakan *stock split* sebagai aksi korporasi awal sebelum memunculkan aksi korporasi yang lebih besar misal merger dan akuisisi. Kondisi itu akan memunculkan reaksi yang berbeda di kalangan investor. Namun bila ternyata pendekatan survai dirasakan terlalu subyektif maka penulis menyarankan dipakainya model teoretis Anshuman and Kalay (2002) sebagai pencetus model matematis hipotesis *liquidity* dalam *stock split*. Bila kembali diamati peran *dummy split* cukup efektif dalam studi ini. Meskipun fenomena yang terjadi adalah *dummy split* akan lebih relevan dengan *proxy relative spread* dibandingkan dengan *proxy Amihud's Illiquidity*.

Peneliti lain dapat memakai model pengujian interaksi *dummy split* dengan variabel bebas dengan sistem persamaan serentak (simultan), seperti halnya studi dari Aitken and Frino (1996) maka model regresi GMM (*General Method of Moment*) masih tetap menjadi alternatif terbaik. Demikian pula dapat mengubah model riset yang tadinya berpusat pada *relative spread* menjadi ke arah volatilitas dengan metode ukuran Garman Klass atau Parkinson sesuai arahan studi Chen and Wu (2009) oleh karena selain volatilitas berhubungan erat dengan masalah likuiditas suatu saham, dengan metode yang baru dapat diidentifikasi adanya *small traders (round lot investors)* pada kasus *stock split*. Kemungkinan berubahnya *small traders* menjadi *large traders* dengan *agen-based modeling* juga bisa sebagai alternatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Aitken, M. and A. Frino. 1996. The Determinant of Market Bid Ask Spreads on the Australian Stock Exchange: Cross Sectional Analysis. *Accounting and Finance* 36, 51-64.
- Amihud, Y., H. Mendelson and J. Uno. 1999. Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan. *Journal of Finance*, 54, 1169-1184.
- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
- Angel, J.J. 1997. Tick Size, Share Price and Stock Splits. *Journal of Finance* 52, 655-681.
- Anshuman, V.R. and A. Kalay. 2002. Can Splits Create Market Liquidity? Theory and Evidence. *Journal of Financial Market*, 5, 83-125.
- Baker, H. K. and P. L. Gallagher. 1980. Management's View of Stock Splits. *Financial Management* 9 (Summer), 73-77.
- Byun, J. and M. Rozeff. 2003. Long-Run Performance After Stock Split: 1927 to 1996. *Journal of Finance*, 58(2), 1063-1086.
- Chen, C.N. 2001. Small Traders and Increased Price Volatility After Stock Splits. *Dissertation* from Syracuse University, 6-11.
- Chen, C.N. and C. Wu. 2009. Small Trades and Volatility Increases After Stock Splits. *International Review of Economics and Finance*, 18 (4), 592 – 610.
- Conroy, R.M., R.S. Harris and B.A. Bennet. 1990. The Effect of Stock Split on Bid-Ask Spread. *Journal of Finance* 45 (September), 1285-1295.
- Copeland, T.E. 1979. Liquidity Changes Following Stock Splits. *Journal of Finance* 34 (March), 115-141.
- Darminto. 2010. *Metode Pengukuran Resiliensi Saham Pada Bursa Efek Indonesia Dengan Menggunakan Model Multivariate Point Process untuk Data Keuangan Berfrekuensi Tinggi*. Ringkasan Disertasi. PPIM FE-UI.
- Ding, L. 2009. *The Pattern of Stock Split..* Working Paper, Department of Finance, Kent State University, 1- 15.

- Dyl, E.A. and W.B. Elliot. 2006. *The Share Price Puzzle*. Working Paper, University of Arizona, 1-28.
- Easley, D., M. O'Harra and G. Saar. 2001. How Stock Splits Affect Trading: A Microstructure Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 25-51.
- Ekaputra, I.A. 2003. *Studi Dinamika Intrahari Saham di BEI*. Disertasi, Program S3 FE-UI Depok, 55-57.
- Ekaputra. I.A. dan O.Z.E. Putri. 2006. Stock Split, Fraksi Perdagangan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen Usahawan* No. 12 Tahun Ke-35 (Edisi Desember), 20-24.
- Ekaputra, I.A. dan B. Ahmad. 2006. *The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from the Jakarta Stock Exchange (JSX)*. Working Paper presented in The 1st International Conference on Business and Management Research (ICBMR), Bali.
- Grinblatt, M., R. Masulis and S. Titman. 1984. The Valuation of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13, 461-490.
- Guo, F., K. Zhou and J. Cai. 2009. Stock Split, Liquidity and Information Asymmetry: An Empirical Study on Tokyo Stock Exchange. *Journal of the Japanese and International Economics*, 22 (3), 417-438.
- Harris, L. 2003. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, New York.
- Henker, T. and Z.A. Husodo. 2010. Noise and Efficiency Variance in the Indonesian Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 199-216.
- Hwang, S., A.Kesnawi and M.B. Shackleton. 2008. Surprise vs Anticipated Information Announcements: Are Prices Affected Differently? A Investigation in the Context of Stock Split. *Journal of Banking and Finance*, 32 (5), 643-653.
- Ikenberry, D.L., G. Rankine and E.K. Stice. 1996. What Do Stock Splits Really Signal? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 357-375.
- Kalay, A. and M. Kronlund. 2009. *Stock Split: Information or Liquidity*. Working Paper. Booth School of Business University of Chicago.
- Kim, J., J.C. Lin, A. Singh and W. Yu. 2007. *Dual Class Splits and Stock Liquidity*. Working Paper presented at the International Conference of Finance, National University of Singapore.
- Lakonishok, J. and B. Lev. 1987. Stock split and Stock Dividend: Why, Who and When. *Journal of Finance*, 42, 913-932.
- Lamoureux, C.G. and P. Poon. 1987. The Market Reaction to Stock Splits. *Journal of Finance*, 42, 1347-1370.
- Leledakis, G.N., G.J. Papaionannou, N.G. Travlos and N.V. Trsangarakis. 2009. Stock Split in a Neutral Transaction Cost Environment: Evidence from the Athens Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 19 (1), 12-25.
- Lin, J.C., A.K. Singh and W. Yu. 2009. Stock Split, Trading Continuity and the Cost of Equity Capital. *Journal of Financial Economics*, 93 (3), 474 - 489.
- Maloney, M.T. and H. Mulherin. 1992. The Effect of Splitting on the Ex: A Market Microstructure Reconciliation. *Financial Management*, 21, 44-59.
- McGough, E.F. 1993. Anatomy of a Stock Split. *Management Accounting*, 75(3) (September), 58-61.
- McNichols, M. and A. Dravid. 1990. Stock Dividends, Stock Splits and Signaling. *Journal of Finance*, 45, 857-879.
- Mukherji, S., Y.H. Kim and M.C. Walker. 1997. The Effect of Stock Splits on the Ownership Structure of Firms. *Journal of Corporate Finance*, 3, 167-188.

- Najmudin. 2002. *Komposisi Kepemilikan Pemegang Saham, Likuiditas dan Abnormal Return Di Sekitar Pengumuman Stock Split Pada Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta*. Tesis, Program Pasca Sarjana FE-UI, Depok.
- Pavabutr, P. and K. Sirodom. 2010. Stock Split in a Retail Dominant Order Driven Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 427 - 441.
- Purwoto, L. dan E. Tandelilin. 2004. The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 6, 225-249.
- Rozeff, M. 1998. Stock Splits: Evidence from Mutual Funds. *Journal of Finance*, 53, 335-349.
- Schultz, P. 2000. Stock splits, Tick Size and Sponsorship. *Journal of Finance*, 55, 429-450.
- Srinivasan, K., P.R. Kadapkkam and Y. Tse. 2005. Stock Split, Broker Promotion and Decimalization. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 873-985.
- Stoval, R.H. (1995). Stock Split Candidate. *Financial World*, 164, 86
- Susanti, M.F.Arrozy dan I.R. Setyawan. 2005. Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan dan Volatilitas Harga Saham Terhadap *Bid-Ask Spread* pada Perusahaan yang Melakukan *Stock Split* di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen Usahawan*, 33 (10), 36-47.