

**PENGARUH STOCK SPLIT TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM  
YANG DIUKUR DENGAN BESARNYA BID-ASK SPREAD  
DI BURSA EFEK JAKARTA**

**Sri Fatmawati**

**STIE YKPN**

**Marwan Asri**

Universitas Gadjah Mada

**ABSTRACT**

It is widely believed that stock splits are purely cosmetic, since the corporation's cash flows are unaffected, each shareholder retains his proportionate ownership and the claims of other classes of security holders are unaltered. Although stock splits appear to be purely cosmetic changes, research shows real effects associated with them. Despite extensive study, controversies still abound in the literature about these effects. These controversies include whether stock splits affect shareholder wealth, change a stock risk, improve liquidity, and provide signals to the market. The objective of this research is to verify empirically that stock splits relate those real effects especially stock liquidity as measured by bid-ask spread.

This research examines thirty companies which did stock splits in Jakarta Stock Exchange during July 1995 to June 1997. A paired-difference test is used to test some hypothesis about the difference between two population means for stock price, variance, trading volume, turnover volume, and bid-ask spread variables. Furthermore, the multiple regression analysis is used to examine the relation of stock price, trading volume, stock volatility to bid-ask spread.

Overall, the results of this research indicate that there are significant differences among stock price, turnover volume, and bid-ask spread for before and after the listing date. Besides that, the difference of bid-ask spread is affected by stock price, volatility, and trading volume.

Keywords: bid-ask spread, liquidity, stock-splits

## PENDAHULUAN

Informasi merupakan kebutuhan yang mendasar bagi para investor dalam pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan ini berkaitan dengan pemilihan portofolio investasi yang paling menguntungkan dengan tingkat resiko tertentu. Informasi dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang diambil diharapkan akan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai.

Dalam pasar modal, banyak sekali informasi yang dapat diperoleh investor baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi (privat). Salah satu informasi yang ada adalah pengumuman stock split atau pemecahan saham. Informasi ini dapat memiliki makna atau nilai jika keberadaan informasi tersebut menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal, yang akan tercermin dalam perubahan harga saham, volume perdagangan dan indikator atau karakteristik pasar lainnya.

Stock split adalah suatu aktifitas yang dilakukan oleh perusahaan go-public untuk menaikkan jumlah saham yang beredar (Brigham & Gapenski, 1994). Aktifitas tersebut biasanya dilakukan pada saat harga dinilai terlalu tinggi sehingga akan mengurangi kemampuan investor untuk membelinya. Pada dasarnya ada dua jenis stock split yang dapat dilakukan yakni split-up (pemecahan naik) dan split-down atau reverse split (pemecahan turun). Split-up adalah penurunan nilai nominal per lembar saham yang mengakibatkan bertambahnya jumlah saham yang beredar. Misalnya pemecahan saham dengan split factor 2:1, 3:1, 4:1. Sedangkan split-down adalah peningkatan nilai nominal per lembar saham dan mengurangi jumlah saham yang beredar. Misalnya split-down dengan split factor 1:2, 1:3, dan 1:4.

McGough (1993) mengatakan bahwa pasar modal Amerika yang diwakili oleh New York Stock Exchange (NYSE) juga mengatur kebijakan mengenai stock split. NYSE membedakan stock split menjadi dua yakni partial stock splits (pemecahan saham sebagian) dan full stock splits (pemecahan saham penuh). Partial stock split adalah tambahan distribusi saham yang beredar sebesar 25 persen atau lebih tetapi kurang dari 100 persen dari jumlah saham beredar yang lama. Full stock split adalah tambahan distribusi saham yang beredar sebesar 100 persen atau lebih dari jumlah saham beredar yang lama.

Sebagian besar perusahaan dapat mendistribusikan laba kepada pemegang saham dalam bentuk cash dividends. Selain itu perusahaan juga dapat mendistribusikan tambahan saham dalam bentuk stock dividends dan stock split (split-up) kepada investor tanpa adanya pembayaran terhadap perolehan saham. Distribusi saham tersebut semata-mata memiliki perubahan yang bersifat "kosmetik" yakni hanya membagi corporate pie dalam jumlah yang lebih kecil (Baker & Powell, 1993). Hal ini disebabkan karena stock split tidak berpengaruh pada arus kas perusahaan di masa yang akan datang serta proporsi kepemilikan investor. Dengan demikian perusahaan tidak dapat mempengaruhi nilai pasar dan tingkat kesejahteraan investor.

Bertitik tolak dari pandangan tersebut, beberapa hasil penelitian menunjukkan adanya efek lain akibat stock split atau split-up (selanjutnya diistilahkan dengan split). Beberapa pandangan yang kontroversi mengenai split, berpendapat bahwa aktifitas split dapat mempengaruhi kesejahteraan/keuntungan pemegang saham (Fama dkk, 1969; Grinblatt dkk, 1984; Asquith dkk, 1989), perubahan resiko saham (Yosef & Brown, 1977; Ohlson & Penman, 1985; Lamoureux & Poon, 1987; Brennan & Copeland, 1988), tingkat likuiditas (Copeland, 1979; Lamoureux & Poon, 1987; Conroy dkk, 1990), dan sinyal yang diberikan kepada pasar (Grinblatt dkk, 1984; Lakonishok & Lev, 1987; Brennan & Copeland, 1988).

Berdasarkan pada beberapa pandangan mengenai split tersebut, penelitian ini akan menguji kembali proposisi bahwa ada pengaruh stock split terhadap harga saham, volume perdagangan, volume turnover, volatilitas, dan likuiditas saham yang diukur dengan besarnya bid ask spread untuk periode Juli 1995 sampai Juni 1997 di BEJ. Pengujian ini didasari hasil penelitian Conroy, Harris, Benet (1990) bahwa likuiditas yang diukur dengan besarnya persentase spread menjadi semakin memburuk setelah stock split. Kondisi tersebut ditunjukkan dengan kenaikan rata-rata bid-ask spread sebesar 29 persen setelah split di NYSE selama tahun 1981-1983.

## **REAKSI PASAR TERHADAP STOCK SPLIT**

Sebagian besar perusahaan melakukan distribusi keuntungan atau laba mereka kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas. Distribusi laba lainnya juga dapat berbentuk dividen saham dan atau pemecahan saham (stock split), dimana pemegang

saham tidak perlu mengeluarkan biaya untuk memperoleh tambahan saham tersebut. Pada nilai saham par value tertentu, secara murni distribusi saham tersebut hanya mempengaruhi perusahaan secara "kosmetik" yakni dengan mem-bagi "kue pie" perusahaan menjadi lebih kecil (Baker & Powell, 1993). Kedua bentuk distribusi saham, pada dasarnya tidak dapat mempengaruhi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang, proporsi kepemilikan saham shareholders, ataupun klaim-klaim lainnya dari para pemegang sekuritas. Dengan demikian, perusahaan tidak dapat merubah nilai pasar dan juga tingkat kesejahteraan para pemegang saham melalui transaksi surat ber-harga tersebut yang berpengaruh pada jumlah saham yang beredar.

Apabila pandangan mengenai stock split seperti di atas adalah benar-benar akurat, pertanyaan yang muncul berikutnya adalah me-ngapa beberapa perusahaan melakukan stock split?. Dolley (1933) pertamakali melakukan survey berkaitan dengan permasalahan tersebut dengan menggunakan sampel sebanyak 88 perusahaan. Hasil survey menunjukkan bahwa motif utama perusahaan melakukan split adalah untuk meningkatkan likuiditas saham sehingga distribusi saham menjadi lebih luas. Baker dan Gallagher (1980) mengadakan tanya jawab terhadap 100 CFO (Chief Financial Officer) perusahaan yang sahamnya terdaftar di NYSE dengan distribusi saham sebesar 25 persen atau lebih. Hasil survey untuk periode 1978 tersebut adalah 94 persen dari sampel mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan split agar tingkat perdagangan berada dalam kondisi yang lebih baik sehingga dapat menambah daya tarik investor dan meningkatkan likuiditas perdagangan. Dengan demikian, aktifitas split dapat mempengaruhi pasar dalam bentuk kesejahteraan/keuntungan bagi pemegang saham, perubahan resiko saham, tingkat likuiditas, dan sinyal yang diberikan kepada pasar.

Dampak split terhadap keuntungan investor dijelaskan oleh Grinblatt, Masulis, dan Titman (1984) serta Ohlson & Penman (1985) bahwa di sekitar pengumuman split menunjukkan adanya perilaku harga saham yang abnormal. Diyakini pula bahwa peningkatan harga yang terjadi tidak disebabkan karena adanya pengumuman deviden yang meningkat seperti yang dikemukakan oleh Fama dkk. (1979). Disisi lain, Lamoureux dan Poon (1987) menyimpulkan bahwa pasar memberikan nilai positif terhadap split karena adanya tax-option impact. Dampak tersebut berbentuk pembebasan pajak yang dihadapi investor (tax-exempt investor) sehingga investor

tersebut memperoleh keuntungan lebih. Sedangkan Nichols dan McDonald (1983) menyimpulkan adanya pasar yang anomali dimana dengan adanya split, laba perusahaan menjadi bertambah besar. Namun di sisi lain Aggarwal & Chen (1989) dan Bishara (1988) tidak menemukan adanya abnormal return berkaitan dengan pengumuman split.

Bila ditinjau kaitan antara split dengan resiko saham, Bar-Yosef & Brown (1977) menyimpulkan bahwa resiko sistematis dari stock split mengalami penurunan pada bulan-bulan setelah split. Hal ini disebabkan karena pada saat menjelang stock split, investor diliputi ketidakpastian mengenai kestabilan laba dan prospek dividen di masa yang akan datang. Sedangkan Brennan & Copeland (1988) menemukan adanya resiko sistematis yang lebih besar di hari pengumuman split dan ex-date daripada di hari-hari sekitar pengumuman split (the surrounding days). Diyakini pula bahwa resiko sistematis di hari ex-date cenderung mengalami peningkatan yang permanen. Selain itu, Ohlson & Penman (1985) melakukan penelitian terhadap 1257 perusahaan split dalam periode 1962 - 1981 dan memberikan kesimpulan adanya kenaikan variabilitas return saham setelah split.

Meningkatnya likuiditas setelah split dapat muncul akibat semakin besarnya kepemilikan saham dan jumlah transaksi. Hasil penelitian Barker (1956) dan Lamoureux & Poon (1987) menyimpulkan bahwa jumlah pemegang saham menjadi bertambah banyak setelah split. Menurut Lamoureux & Poon (1987) kenaikan tersebut disebabkan karena dengan menurunnya harga, volatilitas harga saham menjadi bertambah besar sehingga menarik investor untuk memperbanyak jumlah saham yang dipegang. Dengan demikian likuiditas meningkat akibat semakin banyak investor yang dapat menjual atau membeli saham. Bertolak belakang dari hasil penelitian tersebut, Copeland (1979), Conroy, Harris & Benet (1990) menemukan adanya penurunan likuiditas setelah split dengan masing-masing menggunakan volume perdagangan dan bid-ask spread sebagai proksi. Hasil tersebut bertentangan dengan Murray (1985) yakni split tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan maupun bid-ask spread.

Penjelasan selanjutnya adalah split dapat memberikan sinyal yang informatif mengenai prospek perusahaan yang menguntungkan. Seperti yang dikemukakan oleh

Brennan & Copeland (1988a) bahwa apabila aktifitas split dapat meningkatkan biaya likuiditas kepada investor, maka split yang terjadi menunjukkan sinyal yang valid.

Beberapa studi telah melakukan penelitian mengenai efek split terhadap bid-ask spread baik yang terjadi di NYSE (New York Stock Exchange) ataupun di OTC (Over the Counter). Copeland (1979) melakukan studi terhadap 162 perusahaan yang tercatat di OTC untuk periode 1968 sampai 1976 dan menemukan adanya kenaikan yang signifikan secara statistik pada persentase bid-ask spread sebesar 4,95 persen sebelum split menjadi 6,79 persen setelah split (selama 40 hari perdagangan ex-date). Murray (1985) melakukan studi terhadap 100 perusahaan yang melakukan split dan tercatat di OTC, dengan periode waktu 1972 sampai 1976. Penelitian ini menghasilkan tidak adanya perubahan persentase spread relatif terhadap control group.

Secara teoritis, motivasi yang melatar-belakangi perusahaan melakukan split serta efek yang ditimbulkannya tertuang dalam beberapa hipotesis yakni hipotesis signalling dan liquidity (Baker & Powell, 1993). Hipotesis signalling atau dikenal juga dengan hipotesis information asymmetry menyatakan bahwa split memberikan sinyal yang informatif kepada investor mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pada tingkat asimetri informasi tertentu antara manajer dan investor, manajer kemungkinan besar akan mengambil keputusan untuk split agar informasi yang menguntungkan dapat diterima oleh investor. Argumentasi tersebut dapat menambah biaya perusahaan apabila sinyal yang disampaikan adalah kurang tepat. Brennan & Copeland (1988) berpendapat bahwa aktifitas split memberikan sinyal yang mahal (costly) terhadap informasi manajer karena biaya perdagangan saham tergantung pada besarnya harga saham dimana kedua variabel memiliki hubungan yang negatif. Hal tersebut diperkuat oleh Brennan & Hughes (1991) dan McNichols & Dravid (1990) yakni bahwa semakin tinggi tingkat komisi saham dengan semakin rendahnya harga saham menimbulkan bertambahnya biaya yang harus dikeluarkan perusahaan akibat split. Tingkat komisi saham yang semakin tinggi merupakan daya tarik atau insentif bagi broker (full service broker) untuk benar-benar melakukan analisis setepat mungkin agar harga saham berada pada tingkat perdagangan yang optimal serta mampu memberikan informasi yang menguntungkan bagi perusahaan & investor.

Model Brennan & Hughes (1991) berasumsi bahwa investor hanya akan berinvestasi pada saham yang benar-benar diketahui dengan pasti segala sesuatunya (know about) dan akan melakukan perdagangan melalui broker yang menganalisis perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut. Aktifitas split yang dilakukan oleh perusahaan akan diinterpretasikan oleh investor sebagai sinyal bahwa manajer memiliki informasi yang menguntungkan dimana hal tersebut ditunjukkan dengan adanya abnormal return yang positif di sekitar pengumuman split. Model tersebut juga memprediksi adanya peningkatan informasi yang diberikan analis, yang tercermin pada peningkatan volatilitas harga saham, spread yang semakin besar, dan bertambahnya jumlah pemegang saham.

Hipotesis mengenai split berikutnya memfokuskan pada keinginan manajemen perusahaan dalam meningkatkan likuiditas perdagangan. Hipotesis tersebut didukung oleh adanya pandangan bahwa perusahaan yang melakukan split pada sahamnya akan menambah daya tarik investor akibat semakin rendahnya harga saham tersebut. Kondisi ini menyebabkan semakin bertambahnya jumlah saham yang diperdagangkan dan juga jumlah pemegang saham (Lamoureux & Poon, 1987, Maloney & Mulherin, 1992). Peningkatan pada kedua variabel dapat mempengaruhi likuiditas saham setelah pengumuman split (postsplit) yakni semakin meningkat.

### **TEORI SPREAD**

Ulasan mengenai spread tidak terlepas dari adanya aktifitas yang dilakukan pihak-pihak tertentu yang dapat mempengaruhi besarnya transaksi sekuritas di lantai bursa, baik di NYSE umumnya ataupun di BEJ khususnya. Dalton (1993) mengelompokkan pihak-pihak yang berpartisipasi di NYSE sebagai floor brokers, two-dollar brokers, bond brokers, competitive traders, competitive market makers (dealers) dan specialist. Floor brokers, two-dollar brokers dan bond brokers cenderung berfungsi sebagai perantara jual-beli sekuritas untuk mendapatkan komisi. Sedangkan competitive traders, competitive market makers dan specialist melakukan aktifitas jual-beli sekuritas untuk memperoleh capital gain atau keuntungan. Pada kondisi tertentu, competitive traders dan competitive market makers dapat bertindak sebagai broker. Dengan demikian competitive traders dan competitive market makers dapat bertindak sebagai dealer maupun broker di NYSE.

Berdasarkan Undang-Undang No. 8 tahun 1995 dan Peraturan Pemerintah RI No. 45 tahun 1995, Perusahaan Efek adalah pihak yang melaksanakan kegiatan sebagai:

- a. Penjamin emisi efek (PEE) yakni pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran perdana kepada masyarakat umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.
- b. Perantara pedagang efek (PPE) yakni pihak yang melakukan kegiatan usaha jual-beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain dan
- c. Manajer investasi (MI) yakni pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengasumsikan perantara pedagang efek (PPE) sebagai dealer, seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Giri (1998). Broker atau penasihat investasi hanya membantu para investor melakukan transaksi jual-beli efek di Bursa Efek untuk mendapatkan komisi. Dengan demikian penelitian tentang spread ini lebih berhubungan erat dengan PPE daripada dengan penasihat investasi (broker).

Dalam perdagangan sekuritas, investor yang berkeinginan untuk membeli dan atau menjual sesuai dengan harga dan jumlah yang diinginkan, tidaklah selalu memperoleh harapan tersebut secara simultan. Keinginan investor tersebut terealisasi dalam waktu yang cukup lama pada harga pasar yang sebenarnya (market-clearing price/ true price) (Hamilton, 1991). Oleh karena itu, market maker baik dealer maupun broker berusaha untuk mengatasi adanya ketidaksamaan waktu tersebut terhadap order (keinginan) yang dihadapi investor. Dealer dan broker dapat dikatakan sebagai perantara perdagangan sekuritas yang dilakukan individu secara tidak langsung. Broker akan melakukan transaksi atas nama investor untuk mendapatkan komisi. Sedangkan dealer melaksanakan transaksi untuk memperoleh keuntungan sendiri. Market maker tersebut memperoleh kompensasi karena aktifitas membeli dilakukan pada saat harga beli (bid price) lebih rendah daripada true price dan

menjual saham pada saat harga jual (ask-price) lebih tinggi daripada true price (Stoll, 1989). Perbedaan antara bid-price dengan ask-price tersebut dikenal dengan bid-ask spread (Jaffe & Winkler, 1976; Stoll, 1989).

Spread yang merupakan persentase selisih antara bid-price dengan ask-price tersebut dikenal juga dengan *cost of transaction immediacy to investor* (Hamilton, 1991). Disamping itu beberapa studi empirik menjelaskan spread dengan *market-making cost* dan kompetisi antar dealer (*interdealer competition*). Berkaitan dengan pengukuran spread tersebut, Hamilton (1990) berpendapat bahwa ada dua model spread yakni *dealer spread* dan *market spread*. *Dealer spread* merupakan selisih antara harga bid dan harga ask yang menyebabkan individu dealer ingin memperdagangkan sekuritas dengan aktivitynya sendiri. Sedangkan *market spread* merupakan beda antara *highest-bid* dengan *lower-ask* yang terjadi pada saat tertentu. Hasil penelitian Hamilton menyimpulkan bahwa kedua spread tersebut memiliki hubungan yang berbeda dengan komponen-komponen yang mempengaruhinya seperti kos, informasi dan kompetisi. Selanjutnya, ditekankan pula bahwa *cost of immediacy to investor* dapat diukur secara langsung dengan menggunakan *market spread* sedangkan *market-making cost & interdealer competition* menggunakan *dealer spread*. Menurut Hamilton, kedua tipe spread tersebut tidak dapat saling menggantikan (didukung pula oleh McInish & Wood, 1992). Konsekuensinya, didalam melakukan studi empiris haruslah menggunakan konsep spread yang tepat dan sesuai dengan hipotesis yang akan diuji, sehingga diperoleh estimasi yang tidak bias serta interpretasi parameter model yang lebih akurat.

Beberapa penelitian mengenai bid-ask spread yang dilakukan di negara Amerika Serikat, kemungkinan besar tidak dapat diterapkan secara langsung di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta. Hal ini disebabkan karena sebagian besar literatur lebih terfokus pada pasar NYSE, AMEX atau OTC dan seperti telah diketahui bahwa didalam pasar sekunder tersebut, dealer lebih mendominasi sebagai perantara perdagangan (Aitkein & Frino, 1996). Disisi lain, aktifitas di BEJ lebih bersifat *competitive order matching market* atau dikenal dengan *order-driven market system* dimana investor hanya diperbolehkan untuk menyerahkan order jual-beli dan melakukan transaksi melalui broker. Investor tidak dapat langsung melakukan transaksi di lantai bursa. Oleh karena itu, jenis spread yang lebih sesuai untuk diteliti

di BEJ adalah market spread. Adanya perbedaan struktur pasar memungkinkan pula terjadinya perbedaan tingkat spread yang tinggi (Tinic & West, 1974; Neal, 1992).

Penentuan besarnya spread oleh market maker adalah sebagai kompensasi untuk menu-tupi adanya tiga jenis kos yakni inventory-holding cost (kos pemilikan), order-processing cost (kos order) dan (adverse) information cost (Stoll, 1989). Beberapa penelitian melakukan pembedaan dalam penekanan kos tersebut untuk menentukan besarnya spread. Studi empirik yang dilakukan Stoll (1978), Ho & Stoll (1981), Amihud & Mendelson (1980), menggunakan penekanan pada kos pemilikan; Demsetz (1968), Tinic (1972) menggunakan kos order; Copeland & Galai (1983), Glosten & Milgrom (1985), Easley & O'Hara (1987) menggunakan kos informasi.

Kos pemilikan sekuritas mencerminkan resiko harga dan opportunity cost terhadap pemilikan suatu sekuritas. Kos order berhu-bungan dengan proses perdagangan sekuritas, komunikasi, pencatatan dan kliring transaksi. Kos informasi terjadi jika dealer melakukan transaksi dengan investor yang memiliki informasi superior.

Berdasarkan asumsi bahwa dealer tidak dapat membedakan pedagang berinformasi dengan pedagang tanpa informasi, dealer harus menaikkan spread untuk melindungi dirinya dari kerugian terhadap pedagang berinformasi (Stoll, 1989). Pada saat volume saham yang diperdagangkan dengan information traders melebihi volume saham yang diperdagangkan dengan liquidity traders, maka dealer akan memperbesar spread. Selanjutnya bila manajer memberikan informasi kepada pasar melalui pengumuman publik, arus informasi tersebut akan dapat diterima oleh dealer maupun investor (baik investor berinformasi ataupun investor tanpa informasi). Hal tersebut berakibat terjadinya penurunan asimetri informasi dan kemudian akan menurunkan adverse selection risk yang dihadapi dealer sehingga memotivasi dealer untuk menurunkan spread. Glosten & Milgrom (1985) menemukan bukti adanya hubungan yang positif antara informasi asimetri dengan besarnya spread.

Penelitian yang akan dilakukan oleh peneliti lebih berhubungan dengan kos informasi, sehubungan dengan adanya pengumuman split. Konsekuensinya, asumsi yang digunakan adalah bahwa kos informasi atau adverse selection risk dianggap berubah sedangkan kos pemilikan dan kos order dianggap tetap (relatif terhadap persentase bid-ask spread) selama periode di sekitar pengumuman split. Kos

informasi akan meningkat jika dealer menentukan transaksi dengan investor berinformasi. Kos informasi yang tinggi mencerminkan tingkat asimetri informasi yang tinggi pula. Hal ini ditunjukkan dengan semakin besarnya spread (Stoll 1978a; 1978b; Howe & Lin, 1992). Glosten & Harris (1988) menemukan bukti bahwa perubahan spread pada saham biasa ditimbulkan karena adanya asimetri informasi. Dengan demikian, spread dapat digunakan sebagai proksi ketidakseimbangan informasi yang dihadapi partisipan pasar modal.

## **KAJIAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

Telah dipahami secara umum bahwa keputusan split dapat ditujukan agar tingkat harga saham dapat turun pada tingkat yang optimal. Baker & Gallagher (1980) berpendapat bahwa sebagian besar manajer melakukan split dengan maksud agar harga saham berada pada optimal trading range sehingga dapat rningkatkan likuiditas pemegang saham. Hal yang sama juga dihasilkan dalam penelitian Lakonishok & Lev's (1987) yang berpendapat bahwa split mengakibatkan harga saham berada pada normal trading range. Motif utama perusahaan melakukan split adalah untuk mengarahkan harga saham berada pada tingkat perdagangan yang lebih baik (Baker & Powell, 1993). Disisi lain Johnson (1966) berpendapat bahwa pengumuman split mengakibatkan harga saham mengalami kenaikan. Dengan demikian hipotesa alternatif dapat disusun sbb:

### **H1: Split berpengaruh pada harga saham**

Aktivitas split dapat mempengaruhi volume perdagangan dan jumlah pemegang saham yang dalam hal ini adalah semakin meningkat (Barker, 1956; Lamoureux & Poon, 1987; Conroy & Flood, 1989; Szewczyk & Tset-sekos, 1991). Disisi lain Copeland (1979) menemukan adanya penurunan likuiditas, yang diukur dengan volume perdagangan, pendapatan broker dan bid-ask spread, setelah split. Dengan demikian hipotesa alternatif disusun sbb:

### **H2: Split berpengaruh pada volume perdagangan saham**

Stoll (1978b) menyatakan bahwa perdagangan saham akan relatif lebih besar jika investor tertentu percaya bahwa mereka memiliki informasi khusus yang tidak dimiliki oleh investor lain atau dealer. Jika para investor percaya bahwa mereka memiliki informasi tertentu maka perdagangan akan terkonsentrasi pada saham

tertentu yang informasinya dimiliki oleh para investor. Stoll menggunakan turnover sebagai proksi informasi perdagangan saham yang dihitung sebagai proporsi nilai volume perdagangan dengan nilai saham beredar. Hasil penelitian Conroy, Harris, Benet (1990) menunjukkan bahwa volume turnover untuk perusahaan yang split adalah lebih rendah daripada perusahaan yang non split. Akan tetapi perbedaan tersebut tidaklah signifikan. Sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi perubahan volume turnover baik untuk perusahaan yang split maupun non split. Dengan demikian hipotesis alternatif disusun sbb:

### **H3: Split berpengaruh pada volume turnover saham**

Terjadinya peningkatan volatilitas harga saham setelah adanya split dapat diakibatkan adanya price discreteness dan prosentase bid-ask spread untuk saham yang bernilai rendah (Dravid, 1988). Lamoureux dan Poon (1987) juga berpendapat bahwa split mengakibatkan kenaikan jumlah transaksi dan saham yang diperdagangkan dimana volatilitas harga saham kemudian meningkat. Disisi lain Bar-Yosef & Brown (1977) menyimpulkan bahwa resiko sistematik dari aktifitas split mengalami penurunan pada bulan-bulan setelah split. Berdasar pada pendapat tersebut hipotesa alternatif disusun sbb:

### **H4: Split berpengaruh pada volatilitas saham**

Glosten & Milgrom (1985) melakukan pengembangan model intuitif untuk menjelaskan adanya adverse selection risk yang dihadapi dealer akibat berdagang dengan informed traders serta dampaknya terhadap bid-ask spread. Penyerapan informasi yang dilakukan partisipan pasar melalui pengumuman publik (split) akan menyebabkan menurunnya asimetri informasi sehingga adverse selection risk yang dihadapi dealer cenderung menurun dan akhirnya berdampak pada penurunan bid-ask spread. Adanya hubungan yang positif tersebut didukung oleh Forjan & McCorry (1991).

Disisi lain, Conroy, Harris & Benet (1990) memberikan kesimpulan yang berbeda dari penelitiannya. Mereka menggunakan periode estimasi selama dua bulan sebelum pengumuman dan periode event selama dua bulan setelah ex-date, untuk sampel di tahun 1981-1983. Hasil penelitian menunjukkan bahwa absolute spread mengalami penurunan sedangkan persentase spread meningkat secara signifikan. Adanya peningkatan terhadap persentase spread juga dibuktikan oleh Ferris, Hwang,

& Sarin (1993) dengan fokus pada karakteristik pasar selama post split. Berdasarkan pada beberapa pendapat dan hasil penelitian di atas, hipotesis disusun sebagai berikut:

**H5 : Split berpengaruh terhadap persentase spread.**

Demsetz (1968) berpendapat bahwa dealer memperoleh kompensasi dengan membeli saham pada harga  $P_b$  yang umumnya lebih rendah dari  $P_t$  (true price) dan menjual saham pada harga  $P_j$  yang umumnya lebih tinggi dari  $P_t$ . Spread yang diperoleh digunakan untuk menutupi cost yang terjadi. Selanjutnya Stoll (1978b) berpendapat bahwa persentase spread dapat dihitung dengan rumus:  $(P_j - P_b)/P_t$ . Dengan demikian spread akan semakin rendah bila harga saham semakin tinggi atau spread memiliki hubungan negatif dengan harga saham (Stoll (1978b), Howe & Lin (1992), Tinic (1972), Tinic & West (1972), Benston & Hagerman (1974), Hamilton (1991). Berdasarkan uraian di atas hipotesis alternatif disusun sebagai berikut:

**H6: Harga berhubungan negatif dengan spread**

Copeland & Galai (1983) mengajukan bid ask spread sebagai free straddle option oleh market maker dan berpendapat bahwa bid ask spread memiliki hubungan negatif dengan frekuensi perdagangan. Hal ini berarti bila frekuensi perdagangan semakin kecil maka volume perdagangan menurun. Bid-ask spread cenderung memiliki hubungan terbalik dengan ukuran-ukuran aktifitas pasar. Hubungan yang negatif antara volume perdagangan dengan spread juga ditunjukkan oleh hasil penelitian Stoll (1978b), Howe & Lin (1992), Tinic (1972), Benston & Hagerman (1974). Berdasar pada uraian di atas maka hipotesis alternatif disusun sebagai berikut:

**H7: Volume perdagangan saham berhubungan negatif dengan spread**

Stoll (1978b) menemukan bukti bahwa secara mendasar perbedaan spread saham tergantung pada variabilitas return saham dan periode pemilikan saham tertentu. Variabilitas saham mewakili resiko saham yang dihadapi dealer. Resiko saham yang semakin tinggi menyebabkan dealer berusaha menutupinya dengan spread yang lebih besar. Dengan kata lain terdapat hubungan positif antara varian return dengan spread (Stoll, 1978b; Howe dan Lin, 1992). Hubungan tersebut diperkuat oleh hasil penelitian Tinic (1972) dan Benston & Hagerman (1974) dengan menggunakan data cross-sectional. Berdasar uraian di atas maka hipotesa alternatif disusun sebagai berikut:

## **H8: Varian return berhubungan positif dengan spread**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### **Desain Penelitian**

Penentuan sampel dalam penelitian ini tidak dilakukan secara random melainkan secara purposive sampling. Didalam purposive sampling, populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki oleh peneliti. Sampel saham yang dipilih adalah saham-saham yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan (minimal lima hari perdagangan selama periode penelitian) serta mengumumkan kebijakan pemecahan saham (stock split) di bulan Juli 1995 sampai Juni 1997 namun tidak mengeluarkan kebijakan lain seperti stock dividen (dividen saham), right issue, bonus shares (saham bonus), atau pengumuman perusahaan lainnya. Pembatasan tersebut dilakukan untuk menghindari adanya ambiguitas yang disampaikan oleh informasi-informasi tersebut (Howe & Lin, 1992). Atau dengan kata lain bertujuan untuk menghindari misspesifikasi dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya dapat berpengaruh terhadap hasil analisis.

Berdasarkan beberapa kriteria seperti tersebut di atas, dari 75 perusahaan yang akan menjadi sampel penelitian, terdapat 30 perusahaan yang memenuhi persyaratan untuk menjadi sampel akhir dalam penelitian. Sedangkan 45 perusahaan lain dikeluarkan dari sampel karena beberapa alasan yakni pada tanggal pengumuman split perusahaan melakukakan kebijakan lain berupa bonus shares serta kurang lengkapnya data. Distribusi sampel penelitian diringkas dalam tabel 1.

Beberapa tahapan metodologi yang digunakan dalam penelitian ini mencakup antara lain:

- a) mengidentifikasi tanggal terjadinya peristiwa tersebut.
- b) Menentukan event window (periode jendela/peristiwa) yakni selama lima hari di seputar split.
- c) mendapatkan data harian harga saham, volume perdagangan, volatilitas saham, volume turnover dan persentase spread selama lima hari di seputar split untuk masing-masing sampel perusahaan.

- d) Membuat perbandingan secara statistik rata-rata harga saham, volume perdagangan, volume turnover, volatilitas, dan persentase spread sebelum dengan sesudah tanggal split untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik harga saham diantara ke dua periode tersebut.
- e) menentukan pengaruh variabel harga saham, volume perdagangan dan volatilitas harga saham (varian) terhadap besarnya spread.

### **Model Regresi**

Disamping melihat pengaruh stock split terhadap perubahan harga, volume perdagangan, varian return, volume turnover dan spread, penelitian ini juga menguji hubungan serta pengaruh yang ditimbulkan oleh variabel harga, volume perdagangan dan varian return terhadap besarnya spread. Periode penelitian (window period) yang digunakan untuk mengamati besarnya pengaruh variabel-variabel tersebut adalah selama sebelas hari yakni dimulai sejak lima hari sebelum tanggal listing sampai lima hari setelah tanggal listing.

Hasil sintesis Stoll (1985) menunjukkan bahwa terdapat empat variabel penting yang digunakan dalam membentuk model spread dealer secara cross section yakni tingkat harga saham, aktifitas perdagangan, resiko dan besarnya kompetisi (banyaknya pasar yang berkompetisi sebagai proksi). Aitken & Frino (1996) berpendapat bahwa ketiga variabel pertama di atas secara rasional dapat mempengaruhi spread khususnya di Australian Stock Exchange (ASX). Disisi lain Conroy, Harris & Benet (1990) melakukan penelitian mengenai pengaruh split terhadap perubahan tingkat spread di NYSE. Penelitian tersebut berpatokan pada teori Ho & Stoll (1981), Copeland & Galai (1983) yakni bahwa besar-kecilnya spread ditentukan oleh karakteristik perdagangan saham yakni variabel harga saham, volume perdagangan dan volatilitas.

Berdasarkan pada beberapa penelitian empiris mengenai spread seperti tersebut di atas, maka penelitian ini melakukan estimasi terhadap pengaruh variabel harga saham, volume perdagangan dan volatilitas harga saham terhadap tingkat spread akibat adanya aktifitas split oleh perusahaan. Hubungan antara spread (variabel dependen) dengan harga, volume perdagangan dan volatilitas (sebagai variabel independen) adalah sebagai berikut:

$$S_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PRICE}_{it} + \beta_2 \text{VOL}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

$S_{it}$  = spread;

$\text{PRICE}_{it}$  = harga saham;

$\text{VOL}_{it}$  = volume perdagangan;

$\text{RISK}_{it}$  = volatilitas harga saham;

$i$  = hari ke- $i$ ;

$t$  = tahun ke  $t$  dari bulan Juli 1995 sampai Juli 1997;

$\varepsilon_{it}$  = error term (variabel pengganggu).

## SUMBER & PENGUMPULAN DATA

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber antara lain: Indonesian Capital Market Directory 1996, 1997, 1998; Jakarta Stock Exchange Statistics (annualy) 1995, 1996, 1997; Business News & Web Site Indoexchange, serta download di Pojok BEJ MM UGM. Data yang diperoleh kemudian diseleksi untuk mempertimbangkan adanya pengaruh kejadian-kejadian lain baik yang bersifat mikro maupun makro. Kejadian yang bersifat mikro misalnya aktifitas perusahaan untuk melakukan pembagian saham (bonus shares), pembagian saham dividen (dividen shares) ataupun right issue. Informasi mengenai tanggal terjadinya aktifitas-aktifitas tersebut diperoleh melalui Indonesian Capital Market Directory 1996, 1997, 1998.

Data penelitian yang dikumpulkan adalah data historik dari bulan Juli 1995 sampai Juni 1997. Pemilihan data tersebut didasari alasan bahwa selama periode tahun 1995 dan 1996 BEJ berada dalam kondisi yang cukup mapan atau normal (Suwandi, 1997), data yang dibutuhkan cukup tersedia serta kondisi krisis ekonomi di Indonesia terjadi setelah bulan Juni 1997.

Bentuk penelitian ini adalah penelitian longitudinal dan menggunakan pooling data yakni data yang terdiri dari banyak perusahaan selama beberapa periode. Salah satu keunggulan dari penggunaan pooling data adalah dapat mengikuti perubahan yang terjadi dari waktu ke waktu (Cooper & Emory, 1995).

## **ANALISIS HASIL PENELITIAN**

### **Perilaku dan Uji Beda Harga Saham, Volume Perdagangan, Volume Turnover, Vola-tilitas dan Tingkat Spread di Seputar Split**

Untuk menguji apakah kebijakan split dapat mempengaruhi harga saham di seputar hari listing, berikut disajikan tabel 2 yang menjelaskan rata-rata harga saham untuk seluruh sampel selama lima hari sebelum dan lima hari sesudah tanggal listing. Dari tabel tersebut terlihat bahwa harga saham rata-rata mengalami kenaikan sebelum tanggal listing (-5 sampai -1) sebesar 0,875 persen. Disamping itu, harga rata-rata sesudah tanggal listing menunjukkan kecenderungan yang menurun sebesar 0,02 persen. Adanya penurunan harga rata-rata sesudah tanggal listing menunjukkan bahwa return saham setelah split menjadi lebih kecil dibandingkan dengan sebelum split, namun pasar tetap bereaksi positif terhadap aktifitas split. Perbedaan return saham antara sebelum dengan sesudah split adalah signifikan dengan  $t$  value = -1,62 ( $p$ -value = 0,09).

Hipotesis deviden yang dikemukakan oleh Barker (1956), Fama et.al (1969) bahwa adanya reaksi pasar yang positif akibat pengumuman deviden pada aktifitas split, kurang didukung oleh hasil penelitian ini. Hal ini disebabkan karena dari 30 perusahaan hanya 2 perusahaan yang melakukan pengumuman deviden setelah split dengan deviden yang meningkat. Sedangkan sebagian besar sampel melakukan pembayaran deviden antara satu sampai tiga bulan sebelum split dengan 36 persen diantaranya mengalami kenaikan deviden.

Adanya reaksi pasar yang positif dan lebih kecil (menurun) kemungkinan disebabkan karena investor melihat adanya pertumbuhan laba selama dua tahun sebelum split dimana hampir 35 persen dari total sampel mengalami pertumbuhan laba minimal 50 persen. Kondisi mendukung kesimpulan Asquith et.al (1989) yakni pasar bereaksi positif terhadap split karena adanya peningkatan laba akuntansi perusahaan. Selain itu, kondisi kinerja perusahaan split yang diukur dengan perubahan ROI (return on investment) selama dua tahun mengalami peningkatan bagi 16 perusahaan dari 30 perusahaan. Besarnya perubahan ROI tersebut dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang (Fama et.al, 1969).

Pengujian hipotesa pertama yakni melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata harga sebelum listing dengan rata-rata harga setelah listing, dilakukan uji beda dua rata-rata untuk sampel berpasangan dengan menggunakan statistik parametrik t test. Dari hasil pengujian diperoleh nilai t hitung (t value) sebesar 53,00 dengan prob-value 0,00. Hasil pengujian ini menunjukkan nilai probvalue lebih besar daripada tingkat signifikansi 5 persen sehingga disimpulkan bahwa untuk seluruh sampel perusahaan yang diteliti ternyata terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata harga saham sebelum listing dan sesudah listing. Dengan demikian, hasil pengujian ini menerima hipotesis pertama yakni split berpengaruh terhadap harga saham. Atau dengan kata lain, karena hasil pengujian dengan t-value menunjukkan signifikan maka penurunan harga setelah split membuktikan teori yang menyatakan adanya tingkat harga yang lebih kecil dari semula.

Pada tabel 2 (panel B) terlihat besarnya perubahan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah aktifitas split. Volume perdagangan mengalami rata-rata kenaikan sebelum tanggal split sebesar 15,25 persen dan mengalami rata-rata penurunan sebesar 1,8 persen setelah tanggal listing. Selain itu perlu diperhatikan pula adanya perbedaan yang signifikan baik antara volume perdagangan pada saat sebelum split maupun sesudah split terhadap hari ke-0 (saat split). Adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata volume perdagangan sebelum split dengan saat split dimana rata-rata volume perdagangan setelah split lebih kecil daripada saat split (prob. value sebesar 0,02) maka hasil penelitian ini tidak mendukung kesimpulan Dolley (1933), Barker (1956), Demsetz (1977), Lamoureux & Poon (1987), Conroy et.al (1990) namun disisi lain mendukung hasil penelitian Copeland (1979). Volume perdagangan setelah split yang lebih kecil daripada saat split dan signifikan, menunjukkan terjadinya penurunan likuiditas saham seperti yang dikemukakan oleh Copeland (1979).

Dengan melakukan uji beda dua rata-rata, hasil pengujian menunjukkan bahwa dengan nilai t value sebesar 1.2 (prob-value = 0.296), untuk seluruh sampel perusahaan yang diteliti ternyata tidak terdapat perbedaan rata-rata volume perdagangan sebelum dan sesudah split. Hal ini berarti hipotesis kedua ditolak.

Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa aktifitas split tidak mempengaruhi jumlah pemegang saham namun lebih pada proporsi kepemilikan saham oleh investor lama.

Tingkat volume turnover digunakan untuk melihat apakah preferensi investor secara individual menilai kebijakan split sebagai sinyal positif atau negatif untuk membuat keputusan perdagangan saham di atas keputusan perdagangan yang normal. Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa volume turnover pada saat split lebih besar daripada volume turnover sebelum dan sesudah split secara signifikan. Peningkatan volume turnover tersebut mengindikasikan bahwa kebijakan split mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perbedaan preferensi investor. Kenaikan volume perdagangan saham tetap dapat terjadi apabila investor memiliki presisi informasi pribadi yang berbeda-beda (Kim & Verrechia, 1991).

Hasil pengujian dengan melakukan uji beda dua rata-rata untuk sampel berpasangan menunjukkan bahwa nilai t value adalah sebesar 1,07 dengan prob-value = 0,347 yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan volume turnover antara sebelum dengan sesudah split. Dengan demikian hipotesis ketiga ditolak.

Pada tabel tersebut dapat terlihat pergerakan volatilitas harga saham di seputar tanggal listing split melalui besarnya perubahan varian yang terjadi. Varian sesudah split yang lebih kecil daripada varian saat split, dapat berakibat penurunan jumlah saham yang dipegang sehingga terjadi penurunan likuiditas. Kondisi tersebut berkebalikan dengan hasil penelitian Lamoureux & Poon (1987). Untuk menguji adanya perbedaan yang signifikan antara varian saham sebelum tanggal listing dengan varian saham setelah tanggal listing, dilakukan uji beda dua rata-rata untuk sampel berpasangan dengan menggunakan statistik parametrik t test. Hasil pengujian menunjukkan nilai t value sebesar 1,36 dengan prob-value 0,245. Hasil pengujian ini memiliki arti bahwa untuk seluruh sampel perusahaan yang diteliti terayata tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata varian saham sebelum dan sesudah tanggal listing dimana besarnya prob-value melebihi tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian hipotesis keempat ditolak.

Selanjutnya perubahan persentase spread, yang mengukur tingkat likuiditas saham, mengalami rata-rata kenaikan sebesar 1,5 persen sebelum listing dan mengalami rata-rata penurunan sebesar 1,53 persen. Hasil pengujian dua beda rata-rata spread menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata

spread sebelum tanggal listing dan sesudah tanggal listing dengan nilai t value sebesar -14,39 dan prob.value sebesar 0,00. Hal ini berarti bahwa spread sesudah split lebih besar daripada sebelum split atau dengan kata lain terjadi kenaikan spread akibat dari aktifitas split. Kenaikan tersebut berimplikasi pada terjadinya penurunan likuiditas saham.

### **Pengujian Hipotesis Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan dan Volatilitas Saham Terhadap Tingkat Spread**

Pengujian terhadap hipotesis keenam, ketujuh dan ke delapan dilakukan dengan memperhatikan tingkat signifikansi koefisien dan arah hubungan masing-masing variabel. Berdasarkan analisis regresi berganda diperoleh parameter koefisien regresi, prob-value, R-square, F-value seperti tampak pada tabel 3.

Hasil regresi variabel spread terhadap harga, volume perdagangan dan varian menghasilkan nilai R-square sebesar 0,68 yang berarti bahwa variabel-variabel independen kemungkinan dapat menjelaskan variasi dalam variabel dependen sekitar 68 persen. Selain itu nilai F-value model adalah 18,18 dan secara statistik signifikan pada tingkat 1 persen.

Pada tabel, terlihat bahwa koefisien variabel harga adalah - 0,495 dan signifikan pada tingkat 1 persen. Koefisien tersebut memiliki arti bahwa bila harga saham turun sebesar 1 persen, ceteris paribus, maka spread akan naik (tinggi) sebesar 0,495 persen atau sebaliknya. Dengan demikian hasil penelitian mendukung (menerima) hipotesis keenam yakni bahwa harga saham secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap besarnya spread.

Hasil pengujian terhadap hipotesis ketujuh terlihat pada besarnya koefisien variabel volume perdagangan (nilai rupiah perdagangan) yakni - 0,098 dan signifikan pada tingkat 10 persen. Hal ini menunjukkan bahwa bila volume perdagangan turun sebesar 1 persen, ceteris paribus, spread akan mengalami kenaikan sebesar 0,098 persen atau sebaliknya. Dengan demikian hasil penelitian mendukung hipotesis ketujuh yakni bahwa volume perdagangan secara statistik berpengaruh negatif terhadap besarnya spread.

Selanjutnya hasil pengujian hipotesis kedelapan ditunjukkan dengan besarnya koefisien variabel varian saham yakni 0,189 dan signifikan pada tingkat 1 persen.

Angka koefisien tersebut memiliki arti bahwa bila varian naik sebesar 1 persen, ceteris paribus, spread juga akan naik sebesar 0,189 persen atau sebaliknya. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedelapan diterima yang berarti bahwa varian return saham dapat berpengaruh positif terhadap spread.

Seperti yang telah dikemukakan sebelum-nya, penelitian ini juga akan menguji ke-stabilan struktur model regresi yang digunakan sehingga hasil analisis dalam model tidak terlalu dipengaruhi oleh variasi periode penelitian. Kestabilan model dapat diketahui melalui signifikansi konstanta (differential intercept). Jika koefisien tersebut tidak signifikan, maka hal ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antara model yang diaplikasikan di dua periode.

Hasil pengujian kestabilan model yang terlihat pada tabel, menunjukkan bahwa prob-value variabel DAMI adalah 0,42 . Karena prob-value melebihi tingkat signifikansi 10 persen maka secara statistik koefisien variabel-variabel tersebut tidak signifikan. Dengan demikian model yang digunakan dalam dua periode memiliki intersep yang sama sehingga model regresi tersebut dapat digunakan untuk dua periode penelitian.

## **Implikasi Hasil Analisis Penelitian**

### **Hipotesis Signalling**

Pemikiran yang rasional mengenai split seringkali dikaitkan dengan hipotesis signalling. Grinblatt et.al (1984) melakukan observasi terhadap perusahaan split dan beranggapan bahwa aktifitas split oleh perusahaan kemungkinan besar dimaksudkan untuk menarik perhatian para analis agar mampu menganalisis lebih tepat mengenai arus kas di masa yang datang dan perusahaan akan memperotek manfaat dari aktifitas tersebut. Disisi lain; Brennan & Copeland (1988) melakukan pengembangan model yang berbasis pada argumentasi bahwa adanya hubungan yang negatif antara harga saham dan biaya transaksi akan memberikan sinyal yang kurang menguntungkan bagi investor. Mereka mengindikasikan bahwa bila jumlah pemegang saham meningkat dan volume perdagangan semakin besar setelah split, maka hal ini merupakan sinyal bagi investor mengenai prospek perusahaan yang semakin menguntungkan.

Dengan demikian berkaitan dengan hipotesis signalling, sinyal positif yang disampaikan melalui split akan mengakibatkan semakin besar jumlah pemegang saham baik institusi-sional maupun individual dan berimplikasi pada semakin besarnya volume perdagangan saham di pasar. Kondisi tersebut didukung oleh hasil penelitian Lamoureux & Poon (1987) dimana aktifitas split mengakibatkan terjadinya kenaikan jumlah saham yang diperdagangkan serta penurunan ukuran transaksi.

Berdasarkan hasil analisis dalam penelitian ini, ditemukan bahwa volume perdagangan setelah terjadinya split mengalami penurunan. Terjadinya penurunan volume perdagangan setelah split menunjukkan tidak mendukung atau konsisten dengan hipotesis signalling. Hal dapat disebabkan karena preferensi investor mengenai informasi perusahaan melalui kebijakan split dianggap tetap baik sebelum maupun sesudah split. Tetapi disisi lain preferensi investor berubah pada saat split yang ditunjukkan dengan tingkat volume perdagangan yang lebih besar pada saat split di seputar kebijakan split.

### **Hipotesis Liquidity**

Hipotesis liquidity memfokuskan keinginan manajemen perusahaan untuk meningkatkan likuiditas perdagangan saham. Penjelasan tersebut didukung oleh adanya pandangan bahwa perusahaan yang melakukan split akan menambah daya tarik investor akibat penurunan harga saham pada saat split. Kondisi ini menyebabkan semakin bertambahnya jumlah saham yang diperdagangkan dan juga jumlah pemegang saham. Peningkatan pada kedua variabel dapat mempengaruhi likuiditas saham setelah split yakni meningkat, seperti yang ditunjukkan pada hasil penelitian Lamoureux & Poon (1987).

Berdasar hasil analisis pada penelitian ini, ditemukan bahwa besarnya spread sebagai proksi tingkat likuiditas mengalami peningkatan secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat spread maka likuiditas saham akan semakin kecil. Beberapa hasil penelitian seperti yang dilakukan oleh Ferris, Hwang, dan Sarin (1993), Conroy et.al (1990) menunjukkan kondisi yang sama dengan hasil penelitian ini yakni terjadinya peningkatan spread setelah split.

## **KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis statistik yang telah diuraikan di atas, maka penelitian ini menyimpulkan hasil sebagai berikut: Dari 30 sampel perusahaan yang melakukan split di BEJ selama bulan Juli 1995 - Juni 1997, secara keseluruhan, aktifitas split berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat harga saham, volume turnover dan persentase spread. Adanya perbedaan spread sebelum dengan sesudah split dipengaruhi secara signifikan oleh varia-<sup>1</sup> bel harga saham, volume perdagangan, dan varian yang menunjukkan adanya dukungan terhadap beberapa penelitian empiris sebelumnya.

## **IMPLIKASI PENELITIAN YANG AKAN DATANG**

Implikasi untuk penelitian yang akan datang lebih banyak menyangkut aspek teknis sesuai dengan hasil analisis dalam penelitian ini. Hal-hal yang mungkin perlu dilakukan adalah:

- a. Melihat pengaruh secara lebih rinci terhadap sampel penelitian. Artinya bahwa pengaruh split dapat diuraikan menjadi beberapa kelompok sampel sesuai dengan penggolongan berdasarkan industri, size, dll
- b. Menerapkan desain penelitian ini pada suatu control group, yang terdiri dari perusahaan-perusahaan yang tidak melakukan split di BEJ periode Juli 1995 - Juni 1997
- c. Melihat pengaruh split terhadap jumlah pemegang saham baik institusional maupun individu.

## **DAFTAR ACUAN**

- Aggarwal, R. dan S.N. Chen, 1989. Stock Splits and Return Volatility. Akron Business and Economic Review 30: 89-99.
- Baker, W. dan P. Gallagher, 1980. Management View of Stock Splits. Financial Management 9: 73-77
- Baker, H.K., dan G.E. Powell, 1993. Further Evidence on Managerial Motives for Stock Splits. Quarterly Journal of Business and Economics 32: 20-30
- Barker, C.A., 1956. Effective Stock Splits. Harvard Business Review 34:101-106

- Bar-Yosef, S., dan L. Brown, 1977. A Reexamination of Stock Splits Using Moving Betas. *Journal of Finance* 32 (9): 1069-1080
- Benston, G.J. dan E.L. Hagerman, 1974. Determinants of Bid-Ask Spread in the Over-The-Counter Market. *Journal of Financial Economics* 1: 353-364
- Bishara, H.I. , 1988. Stock Splits, Stock Returns, and Trading Benefits on Canadian Stock Markets. *Akron Business and Economic Review* 19:57-65
- Brennan, M. dan T. Copeland, 1988a. Stock Splits, Stock Prices and transactions Costs. *Journal of Financial Economics* 22: 83-101
- Brigham, E.F., L.C. Gapenski, 1994. *Financial Management: Theory & Practice*. Orlando, The Dryden Press
- Copeland, T.E., 1979. Liquidity Changes Following Stock Splits. *Journal of Finance* 34:115-141
- Conroy, R.M.,R.S. Harris dan B.A. Benet, 1990. The Effects of Stock Splits on Bid-Ask Spread. *Journal of Finance* 4:1288-1289
- Conroy, R.M., dan M. Flood, 1989. The Effect of Stock Splits on Marketability: Transaction Rate and Share Ownershi., Unpublished manuscript. University of Virginia
- Copeland, T.E. dan D. Galai, 1983. Information Effects on the Bid-Ask Spread.*Journal of Finance* 38: 1457-1469
- Demsetz, H., 1968. The Cost of Transacting. *Quarterly Journal of Economics* 82:33-53
- Dravid, A., 1987. A Note on The Behaviour of Stock Returns Around Ex-Dates of Stock Distributions. *Journal of Finance* 42: 163 -168
- Fama, E., et al ,1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review* 10:1-21
- Grinblatt, M., R. Masulis dan S. Titman, 1984. The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics* 13:461-490
- Hamilton, J.L., 1991.The Dealer and Market Concepts of Bid-Ask Spread: A Comparison for NASDAQ stocks. *Journal of Finance Research* 14:129-139
- Howard, M. Berlin, 1990. *The Handbook of Financial Market Indexes, Averages & Indicator*.Dow-Jones-Irwin. Illinois

- Howe, J.S. and Ji-Chai Lin, 1992. Dividend Policy and the Bid-ask Spread: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Research* 15:1-10
- Johnson, Keith, 1966. Stock Split and Price Changes. *Journal of Finance* 21:675-686
- Jones, C.P., 1996. Investments: Analysis and Management, John Splits. *Journal of Finance* 42: 1347-1370
- Lamoureux, C. dan P. Poon, 1987. The Market Reaction to Stock Splits. *Journal of Finance* 42: 1347-1370
- Lakonishok J. dan B. Lev, 1987. Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who and When. *Journal of Financial* 42: 913-932
- McGough, Eugene F., 1993., Anatomy of A Stock Split, *Management Accounting*.
- Murray, D., 1985. Further evidence on the Liquidity Effects of Stock Split and Stock Dividends. *Journal of Financial Research* 8:59-67
- Nichols, W.D., dan B. McDonald, 1983. *Stock Review* 18, November, pp.237-256
- Ohlson, J.A., dan S.H. Penman, 1985. Volatility Increases Subsequent to Stock Split, *Journal of Financial Economics* 14:251-266
- Stoll, H.R., 1978. The Supply of Dealer Services in Security Market. *Journal of Finance* 33:1113-1151
- Szewczyk, S. H., dan Tsetsekos, G. P., 1993. The Effect of Managerial Ownership on Stock-Induced Abnormal Returns. *The Financial Review* 28:351-370

TABEL1  
Distribusi Sampel Penelitian

Tahun	Sampel awal	Sampel akhir	Keterangan
1995	10	4	1 sampel saham bonus, 5 sampel data tidak lengkap
1996	40	17	6 sampel saham bonus, 17 sampel data tidak lengkap
1997	25	9	1 sampel saham deviden, 4 sampel saham bonus, 11 sampel data tidak lengkap
Total sampel	75	30	

TABEL2

Panel A menyajikan rata-rata (harian) harga saham, volume perdagangan, volume turnover, varians dan persentase spread untuk 5 hari di seputar tanggal listing untuk perusahaan yang melakukan split pada periode Juli 1995 - Juni 1997. Panel B menyajikan hasil pengujian statistik relatif terhadap harga saham, volume perdagangan, volume turnover, varians dan persentase spread untuk membuktikan adanya perbedaan antara sebelum tanggal listing dengan sesudah tanggal listing saham yang split

PANEL A. Rata-Rata Harga Saham, Volume Perdagangan, Volume Turnover, Varians & Persentase Spread

Hari	Harga	Volume perdagangan	Volume Turnover	Varians	Persentase Spread
-5	3583,98	418646,3	0,00174	0.0117	0,0148
-4	3613,67	519802,5	0,00216	0.019	0,0136
-3	3668,14	407765,6	0,00170	0.0016	0,0154
-2	3690,56	530333,8	0,00221	0.0012	0,0120
-1	3713,60	683681	0,00285	0.00098	0,0148
0	2012,08	636841,6	0,00265	0.0035	0,0222
1	2053,19	664735,3	0,00277	0.0005	0,0208
2	2036,40	362999,5	0,00151	0.0014	0,0179
3	2019,67	357307,4	0,00149	0.0015	0,0217
4	2024,69	491662,7	0,00196	0.0044	0,0195
5	2015,02	470152,3	0,00206	0.00023	0,0189

PANEL B. Hasil Pengujian Statistik

	Rata-Rata Sebelum Listing	Rata-Rata Sesudah Listing	t -value (sig.)	t-value beda hari 0 dg sebelum list.	t-value beda hari 0 dg sesudah list.
Harga (Rp)	3653,99	2029,79	53,00 (0,000)*	68,12 (0,000)*	2,59 (0,03)**
Volume Perdagangan (ribuan rupiah)	512045,84	469371,44	1,2 (0,296)	-2,5 (0,03)**	-2,99 (0,02)**
Volume Turnover (%)	0,21	0,2	1,07 (0,347)	-2,49 (0,034)**	-2,96 (0,02)**
Varians (%)	0,69	0,16	1,35 (0,248)	0,93 (0,202)	-2,56 (0,03)**
Persentase Spread (%)	1,41	1,98	-14,39 (0,000)*	-13,35 (0,000)*	-3,61 (0,011)**

\* signifikan pada  $\alpha = 1\%$

\*\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$

TABEL 3

Hasil Uji Regresi Berganda Satu Sisi (One Tail) dengan Harga, Volume Perdagangan, Varian, Dami Sebagai Variabel Independen dan Spread Sebagai Variabel Dependen Periode Juli 1995 -Juni1997

Parameter	Juli 1995 - Juni 1997		Juli 1995-Juni 1997	
	$\beta$	p-value	$\beta$	p-value
Konstanta	1,288	0,0063	1,164	0,025
In Harga	-0,495	0,0009*	-0,48	0,0014
In Volume	-0,098	0,08**	-0,094	0,097
In Varian	0,189	0,0001*	0,18	0,0006
Dami			0,068	0,42
$R^2$	0,68		0,69	
F statistik	18,18		13,62	
Signifikansi F	0,000		0,000	

\* signifikan pada  $\alpha = 1\%$

\*\* signifikan pada  $\alpha = 10\%$