

DAMPAK PERUBAHAN SATUAN PERDAGANGAN DAN FRAKSI HARGA TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM

Endri

Dosen Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Mercubuana Jakarta

endri67@yahoo.com

Abstract: On January 6, 2014, the Indonesia Stock Exchange (IDX) implemented new lot size and tick size: 500 shares per lot become 100 shares per lot, and five ticks (Rp1, Rp5, Rp10, Rp25, Rp50) become three ticks (Rp1, Rp5, Rp25). The main purposes of the implementation of the new lot size and tick size are to boost liquidity and market capitalization, and to boost exchange competitiveness. Using daily data, non parametric sign test and parametric paired samples t-test, this study finds the new policy significantly reduces bid-ask spread and market depth, but doesn't impact trading volume. From the viewpoint of width and immediacy, stock liquidity is enhanced; but from the viewpoint of depth, stock liquidity is diminished. To resolve these contradictory results, trading volume is used for comparison. The reduction of bid-ask spread is not followed by the enhancement of trading volume, meanwhile bid-ask spread in its relation with transaction cost should be negatively correlated with trading volume.

Keywords: Indonesia Stock Exchange, liquidity, lot size, tick size, bid-ask spread, market depth, trading volume

Abstrak: Pada 6 Januari 2014, Bursa Efek Indonesia (BEI) memberlakukan satuan perdagangan dan fraksi harga baru, yaitu dari 500 lembar saham menjadi 100 lembar saham per lot, dan dari lima fraksi harga (Rp1, Rp5, Rp10, Rp25, Rp50) menjadi tiga fraksi harga (Rp1, Rp5, Rp25). Tujuan utama pemberlakuan satuan perdagangan dan fraksi harga baru ini adalah untuk meningkatkan likuiditas dan kapitalisasi pasar serta untuk meningkatkan daya saing Bursa. Dengan data harian, *non parametric sign test* dan *parametric paired samples t-test*, penelitian ini menemukan bahwa kebijakan baru ini menurunkan *bid-ask spread* dan *market depth* secara signifikan, namun tidak memengaruhi volume perdagangan. Dari sudut pandang *width* dan *immediacy*, likuiditas saham mengalami peningkatan; namun dari sudut pandang *depth*, likuiditas saham mengalami penurunan. Untuk menarik kesimpulan dari dua hasil yang berbeda ini, digunakan volume perdagangan sebagai pembanding. Penurunan *bid-ask spread* ternyata tidak diikuti oleh peningkatan volume perdagangan, padahal *bid-ask spread* dalam kaitannya dengan biaya transaksi seharusnya berkorelasi negatif dengan volume perdagangan. Oleh sebab itu disimpulkan bahwa tidak terjadi peningkatan likuiditas setelah pemberlakuan kebijakan baru tersebut.

Kata Kunci: Bursa Efek Indonesia, likuiditas, satuan perdagangan, fraksi harga, *bid-ask spread*, *market depth*, volume perdagangan

PENDAHULUAN

Pada tanggal 8 November 2013, Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00071/BEI/11-23 perihal Perubahan Satuan Perdagangan dan Fraksi Harga, menyampaikan perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga untuk perdagangan efek bersifat ekuitas (saham). Satuan perdagangan yang semula 500 lembar saham per lot diubah menjadi 100 lembar saham per lot. Fraksi harga yang semula terdiri dari lima fraksi diubah menjadi tiga fraksi. Perubahan ini berlaku efektif mulai tanggal 6 Januari 2014. Berdasarkan perubahan tersebut, seluruh saham-saham dengan harga \geq Rp200 mengalami penurunan fraksi harga. Adapun tujuan BEI melakukan perubahan tersebut adalah untuk meningkatkan likuiditas dan kapitalisasi pasar serta memperkuat daya saing Bursa.

Dengan diberlakukannya kebijakan tersebut, maka seluruh saham mengalami perubahan satuan perdagangan, dan seluruh saham dengan harga \geq Rp200 mengalami perubahan fraksi harga. Rincian perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 1. Perubahan Satuan Perdagangan 6 Januari 2014

Sebelum	Menjadi
1 Lot = 500 lembar	1 Lot = 100 lembar
Maksimum Volume Order di Pasar Reguler dan Pasar Tunai = 10.000 Lot	Maksimum Volume Order di Pasar Reguler dan Pasar Tunai = 50.000 Lot

(www.idx.co.id)

Tabel 2. Perubahan Fraksi Harga 6 Januari 2014

Sebelum			Menjadi		
Kelompok Harga	Fraksi Harga	Maksimum Perubahan *)	Kelompok Harga	Fraksi Harga	Maksimum Perubahan *)
<Rp200	Rp1	Rp10			
Rp200 s.d. < Rp500	Rp5	Rp50	< Rp500	Rp1	Rp20
Rp500 s.d. <Rp2.000	Rp10	Rp100	Rp500 s.d. <Rp5.000	Rp5	Rp100
Rp2.000 s.d. <Rp5.000	Rp25	Rp250			
\geq Rp5.000	Rp50	Rp500	\geq Rp5.000	Rp25	Rp500

Keterangan:

*) Maksimum Perubahan adalah maksimum kelipatan perubahan harga, bukan maksimum batasan pergerakan harga harian.

(www.idx.co.id)

Perubahan satuan perdagangan dari 500 lembar saham per lot menjadi 100 lembar saham per lot merupakan yang pertama kalinya dilakukan oleh BEI. Sedangkan perubahan fraksi harga telah dilakukan beberapa kali oleh BEI sejak tahun 2000. Riwayat perubahan fraksi harga dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3. Riwayat Perubahan Fraksi Harga Saham di BEI

Kelompok Harga	Fraksi Harga						
	Sebelum 3 2000	3 Juli 2000	20 Oktober 2000	3 Januari 2005	2 Januari 2007	6 Januari 2014	
<Rp200					Rp1		
Rp200 s.d. < Rp500			Rp5	Rp5	Rp5		Rp1
Rp500 s.d. <Rp2.000	Rp25	Rp5		Rp10	Rp10		
Rp2.000 s.d. <Rp5.000			Rp25	Rp25	Rp25		Rp5
≥Rp5.000			Rp50	Rp50	Rp50		Rp25

Dari dalam negeri, perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga per 6 Januari 2014 menuai pro dan kontra. BEI menilai bahwa perubahan tersebut dimaksudkan untuk meningkatkan likuiditas pasar modal domestik dan meningkatkan *market depth* agar transaksi berjalan cepat dengan nilai tinggi tanpa membuat indeks BEI terguncang (Antara News, 17 Oktober 2013). Berbeda dengan BEI, Masyarakat Investor Sekuritas Indonesia (MISSI) menilai perubahan fraksi harga justru akan membuat likuiditas berkurang. Menurut MISSI, perubahan fraksi harga tersebut akan membuat investor yang bertransaksi secara harian lebih mudah mengalami kerugian daripada keuntungan sehingga dapat menyebabkan pelaku pasar menahan diri untuk bertransaksi. Perubahan fraksi harga itu juga akan merubah pola transaksi saham di pasar reguler dan negosiasi karena akan membuat keuntungan yang diperoleh dari transaksi dengan rentang fraksi yang lebih lebar mengecil sehingga keuntungan tergerus oleh biaya transaksi (Investor Daily Indonesia, 10 Oktober 2013).

Efektivitas penurunan fraksi harga dalam peningkatan likuiditas hingga saat ini masih belum dapat ditarik kesimpulannya. Beberapa penelitian terdahulu mengenai perubahan fraksi harga menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Pendukung penurunan fraksi harga berpendapat bahwa penurunan fraksi harga akan menguntungkan *liquidity seeker* karena akan menurunkan *spread*. Sebaliknya, pengkritik penurunan fraksi harga mengklaim bahwa

penurunan *spread* akan memicu *trader* untuk lebih menggunakan *market order* dibandingkan *limit order*, yang mengakibatkan *market depth*, *market transparency*, dan volume perdagangan menurun (Ekaputra dan Ahmad, 2006). Harris (1994) berargumentasi bahwa penurunan fraksi harga akan menurunkan *bid-ask spread* (menurunkan biaya transaksi), dan meningkatkan volume perdagangan. Ricker (1998) menemukan bahwa penurunan fraksi harga menurunkan *bid-ask spread* dan meningkatkan volume perdagangan. Berbeda halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahn, Cao, dan Choe (1996), mereka menemukan bahwa penurunan fraksi harga menurunkan *quoted bid-ask spread* dan *effective spread*, namun tidak memengaruhi volume perdagangan dan *market depth*. Sedangkan Bacidore (1997) menemukan bahwa penurunan fraksi harga menurunkan *bid-ask spread* dan *market depth*, namun aktivitas perdagangan tidak berubah secara signifikan.

Pasar saham yang likuid ditunjukkan oleh *bid-ask spread* yang kecil, *market depth* yang dalam, dan volume perdagangan yang tinggi (Harris, 1997). Penelitian ini dilakukan untuk menguji bagaimana dampak perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga baru tanggal 6 Januari 2014 terhadap likuiditas pasar saham, dengan melihat pengaruh perubahan tersebut terhadap variabel *bid-ask spread*, *market depth*, dan volume perdagangan.

KAJIAN TEORI

Harris (2003) menjelaskan bahwa likuiditas pasar modal memiliki empat dimensi, yaitu: (1) Immediasi (*immediacy*), mengacu pada seberapa cepat transaksi dapat dilakukan dalam jumlah dan biaya tertentu. Umumnya *trader* menghendaki transaksi dilakukan dengan segera. Jadi, *immediacy* merupakan biaya untuk melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu dengan segera. (2) Lebar (*width*), mengacu pada biaya untuk melakukan transaksi pada jumlah tertentu. Untuk transaksi kecil, umumnya *trader* mengidentifikasi *width* melalui *bid-ask spread* (termasuk komisi). *Width* merupakan biaya likuiditas per unit. (3) Kedalaman (*depth*), mengacu pada jumlah transaksi yang dapat dilakukan pada biaya tertentu. *Depth* diukur dengan jumlah unit yang tersedia pada harga likuiditas tertentu. *Width* dan *depth* sangat berkaitan. (4) Resiliensi (*resiliency*), mengacu pada seberapa cepat harga kembali ke posisi sebelumnya apabila terjadi perubahan harga karena adanya arus order yang tidak seimbang. Berdasarkan keempat dimensi di atas, maka suatu aset dikatakan likuid jika aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah yang besar, waktu yang singkat, dengan biaya yang rendah, dan tanpa mempengaruhi harga (Ekaputra, 2004).

Harris (1994) berargumentasi bahwa penurunan fraksi harga akan menurunkan *bid-ask spread* (menurunkan biaya transaksi), dan meningkatkan volume perdagangan. Di sisi lain, jika fraksi harga terlalu kecil, *time priority rule* menjadi tidak berarti dan *quote matcher problem* mungkin muncul. *Quote matcher* akan mengambil kesempatan dari posisi *open order* yang besar. Mereka akan menempatkan *order* yang sedikit lebih baik dibanding *queued order*, yang akan lebih menguntungkan jika fraksi harganya kecil. Untuk melindungi diri dari *quote matcher*, *public trader* akan menyembunyikan *order* mereka dengan memecah *order* ke dalam kuantitas yang lebih kecil dan melakukan perubahan strategi dari *limit order* menjadi *market order*. Hal ini akan mengakibatkan *market depth* menurun.

Ahn, *et al.*, (1996) menemukan bahwa penurunan fraksi harga *The American Stock Exchange* pada September 1992 menurunkan *quoted bid-ask spread* dan *effective spread*, namun tidak memengaruhi volume perdagangan dan *market depth*. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Bacidore (1997) dan Ricker (1998). Bacidore (1997) menemukan bahwa penurunan fraksi harga di *The Toronto Stock Exchange* pada Maret 1997 menurunkan *bid-ask spread* dan *market depth*, namun aktivitas perdagangan tidak berubah secara signifikan,

sedangkan Ricker menemukan bahwa penurunan fraksi harga di *The New York Stock Exchange* pada Juni 1997 menurunkan *bid-ask spread* dan meningkatkan volume perdagangan. Penelitian terhadap perubahan fraksi harga di *The New York Stock Exchange* pada Juni 1997 juga dilakukan oleh Goldstein dan Kavajecz (1998) dan Van Ness, *et al.*, (2000). Goldstein dan Kavajecz (1998) menemukan bahwa penurunan fraksi harga menurunkan baik *bid-ask spread* maupun *market depth*, sedangkan Van Ness, *et al.*, (2000) menemukan bahwa penurunan fraksi harga menurunkan *bid-ask spread* dan *depth*, dan meningkatkan volume perdagangan. Selain *The New York Stock Exchange*, Van Ness, *et al.*, (2000) juga meneliti penurunan fraksi harga di AMEX dan Nasdaq dan memperoleh hasil yang berbeda. Penurunan fraksi harga di AMEX menurunkan *bid-ask spread* dan *depth* dan tidak memengaruhi volume perdagangan, sedangkan penurunan fraksi harga di Nasdaq meningkatkan *bid-ask spread* dan *depth* dan tidak memengaruhi volume perdagangan.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Aitken dan Comerton-Forde (2005). Mereka menemukan bahwa penurunan fraksi harga di *The Australian Stock Exchange* pada Desember 1995 menurunkan *bid-ask spread* dan *market depth* saham dengan dengan fraksi besar bervolume tinggi dan saham dengan fraksi kecil, namun meningkatkan *bid-ask spread* dan *market depth* saham dengan fraksi besar dan bervolume rendah. Ahn, *et al.*, (2001) menemukan bahwa penurunan fraksi harga di *The Tokyo Stock Exchange* pada April 1998 menurunkan *quoted spread* namun tidak mempengaruhi volume perdagangan. Hasil yang serupa ditemukan oleh Pavabutr dan Prangwattananon (2008) yang meneliti penurunan fraksi harga di *The Stock Exchange of Thailand* pada November 2005, di mana ditemukan bahwa perubahan fraksi harga menurunkan *spread* dan *depth* namun tidak mempengaruhi volume perdagangan. Gerage, *et al.*, (2012) yang meneliti penurunan fraksi harga di *The Hongkong Stock Exchange* pada Januari 2005, juga menemukan bahwa penurunan fraksi harga menurunkan *quoted spread*, *percentage spread*, dan *quoted depth*, namun penelitian tersebut tidak meneliti pengaruh perubahan fraksi terhadap volume perdagangan.

Pada tanggal 3 Juli 2000, Bursa Efek Jakarta (BEJ) memberlakukan perubahan fraksi harga dari Rp25 menjadi Rp5. Purwoto dan Tandelilin (2004) meneliti pengaruh penurunan fraksi harga tersebut terhadap *bid-ask spread* dan *depth* dengan menggunakan metode *parametric paired t-test* dan *non-parametric sign test*. Periode pengamatan yaitu dari 1 Mei 2000 sampai dengan 31 Agustus 2000 dengan 193 sampel saham. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa *bid-ask spread* dan *depth* menurun secara signifikan setelah BEJ memberlakukan fraksi tunggal Rp5 untuk semua saham.

Pada tanggal 3 Januari 2005, BEJ memberlakukan fraksi harga baru Rp10 melengkapi fraksi harga Rp5, Rp25, dan Rp50 yang telah ada sebelumnya. Fraksi harga baru ini memengaruhi saham-saham dengan harga Rp500 hingga Rp2000, di mana saham-saham tersebut sebelumnya ditransaksikan dengan fraksi harga Rp25. Nugroho (2006) meneliti pengaruh perubahan fraksi harga tersebut terhadap *bid-ask spread*, *depth*, dan volume perdagangan dengan menggunakan metode *Multivariate Analysis of Variance (MANOVA)*. Periode pengamatan yaitu dari 23 Desember 2004 sampai dengan 12 Januari 2005 dengan 122 sampel saham. Hasil penelitiannya menunjukkan *bid-ask spread* dan *depth* menurun signifikan, namun tidak ada pengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Penelitian terhadap perubahan fraksi harga tersebut juga dilakukan oleh Ekaputra dan Ahmad (2007). Mereka meneliti pengaruh perubahan fraksi terhadap *bid-ask spread*, *depth*, dan *depth-to-relative spread* dengan menggunakan metode *t-test* dan *cross-functional multiple regression*. Periode pengamatan yaitu dari 2 November 2004 sampai dengan 28 Februari 2005. Hasil penelitian mereka menunjukkan *bid-ask spread* dan *depth* menurun secara signifikan, namun tidak ada pengaruh signifikan terhadap *depth-to-relative spread*.

Pada tanggal 2 Januari 2007 BEJ memberlakukan fraksi harga baru Rp1 melengkapi fraksi harga Rp5, Rp10, Rp25, dan Rp50 yang telah ada sebelumnya. Satiari (2009) meneliti pengaruh perubahan fraksi harga tersebut terhadap *bid-ask spread*, *depth*, dan volume perdagangan dengan menggunakan metode *analysis of variance (ANOVA)*. Periode pengamatan yaitu dari 2 Januari 2007 hingga 15 Januari 2007. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya *bid-ask spread* mengalami penurunan, sedangkan *depth* dan volume perdagangan mengalami peningkatan. Penelitian lainnya terhadap perubahan fraksi harga tersebut juga dilakukan oleh Setyawasih (2011). Setyawasih meneliti pengaruh perubahan fraksi tersebut terhadap *bid-ask spread*, *market depth*, dan *depth-to-relative spread* dengan menggunakan metode *t-test*. Periode pengamatan yaitu dari 1 Desember 2006 sampai dengan 30 Januari 2007. Berbeda dengan Satiari, hasil penelitiannya menunjukkan *market depth* menurun secara signifikan, namun tidak ada pengaruh signifikan terhadap *bid-ask spread* dan *depth-to-relative spread*.

METODE

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh saham yang perusahaannya tercatat di BEI yang berjumlah 492 perusahaan. Penentuan sampel untuk penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Periode pengamatan yaitu 40 hari bursa dari tanggal 3 Desember 2013 hingga 4 Februari 2014 dengan *event date* tanggal 6 Januari 2014. Alasan menggunakan jangka waktu yang pendek adalah untuk memperkecil terjadinya *confounding effect* yang memungkinkan terpengaruhnya perilaku data, yaitu volume perdagangan (Purwoto, 2003).

Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel yaitu: (1) Saham diperdagangkan di pasar regular dan pada periode pengamatan terdapat transaksi perdagangan. (2) Emiten saham tidak melakukan *corporate action*, seperti pengumuman pembagian dividen, *right issue*, *stock split*, merger atau akuisisi, selama periode pengamatan. (3) Saham mengalami perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga, yaitu saham dengan harga \geq Rp200. Saham $<$ Rp200 hanya mengalami perubahan satuan perdagangan, namun tidak mengalami perubahan fraksi harga. (4) Jika ditemukan saham dengan *bid volume* atau *offer volume* nol, maka saham tersebut akan dikeluarkan dari sampel untuk meminimalisir *data error*. Berdasarkan kriteria tersebut di atas, diperoleh jumlah sampel sebanyak 173 saham.

Tabel 4. Distribusi Sampel

Fraksi Harga	Jumlah Saham	Kode Saham
Rp1	51	ADMG, AMAG, APLN, ASSA, BCIP, BEST, BHIT, BJTM, BRPT, BSIM, BUMI, CENT, CFIN, CNKO, COWL, CPGT, DILD, DKFT, DYAN, EKAD, ELSA, GIAA, INTA, JAWA, JTPE, KRAH, KREN, LCGP, LMPI, LPLI, MDLN, META, MICE, MLPL, MTDL, MTLA, NIPS, NIRO, PANR, PWON, SDMU, SMBR, SRAJ, SRIL, SUGI, TBLA, TMPI, TRIS, VIVA, WEHA
Rp5	99	ACES, ADES, ADHI, ADRO, AISA, AKRA, ALDO, ALTO, ANTM, APEX, APIC, ARII, ARNA, ASGR, ASRI, AUTO, BAJA, BBMD, BBNI, BBTN, BDMN, BISI, BJBR, BMTR, BNGA, BSDE, BTEK, CLPI, CMNP, CPIN, CTRA, CTRP, CTRS, DNET, DSNG, ECII, ERAA, EXCL, FASW, GJTL, HERO, HEXA,

		HRUM, INCO, INDY, INKP, INVS, ISAT, JPFA, JSMR, KAEF, KKG, KLBF, KPIG, LPKR, LSIP, MAIN, MAYA, MBSS, MDRN, MEDC, MLPT, MNCN, MPMX, MPPA, MSKY, MYRX, NOBU, NRCA, PADI, PGAS, PLAS, PNB, PSAB, PTPP, PTRO, RALS, ROTI, SAME, SCMA, SGRO, SIMP, SMCB, SMRA, SMSM, SSIA, TAXI, TELE, TINS, TLKM, TOTL, TRAM, TURI, ULTJ, WIIM, WIKA, WINS, WSKT, YPAS
Rp25	23	AALI, ASII, BBKA, BBRI, BMRI, EMTK, GGRM, HMSP, ICBP, IMAS, INDF, INTP, ITMG, LPCK, LPPF, MAPI, MYOR, PTBA, SMGR, SMMT, TBIG, UNTR, UNVR

Variabel yang diteliti dalam penelitian ini yaitu *bid-ask spread*, *market depth*, dan volume perdagangan. Metode analisis yang digunakan yaitu metode *non-parametric sign test* dan *parametric paired samples t-test*. Pengujian dengan metode *non-parametric sign test* berfokus pada signifikansi proporsi saham yang mengalami perubahan, sedangkan pengujian *parametric paired samples t-test* berfokus pada perubahan nilai rata-rata. *Level of significance* yang digunakan yaitu 5%. Pengujian *parametric paired samples t-test* memerlukan data yang terdistribusi normal, untuk itu dilakukan pengujian normalitas data menggunakan metode Shapiro-Wilk. Data yang tidak normal akan ditransformasi (*square root* (x), ln x, atau 1/x) agar data menjadi normal. Jika setelah transformasi data tetap tidak normal, maka pengujian terhadap variabel sampel yang diuji tidak dilanjutkan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bid-ask spread. *Bid-ask spread* adalah selisih harga beli tertinggi (*bid price*) dimana pembeli bersedia membeli suatu saham dengan harga jual terendah (*ask price*) dimana penjual bersedia menjual saham tersebut (Satiari, 2009). Transaksi terjadi jika pembeli menerima *ask price* atau penjual menerima *bid price*. *Bid-ask spread* merupakan salah satu komponen yang berpengaruh terhadap likuiditas dan transparansi pasar, di mana semakin likuid dan tranparan suatu pasar, maka semakin kecil *bid-ask spread*-nya. Perhitungan *bid-ask spread* dalam penelitian ini menggunakan *relative bid-ask spread (relative spread)* harian. *Relative spread* lebih sering digunakan dibandingkan *nominal spread* karena tidak mengandung unit mata uang dan lebih mudah untuk membandingkan *bid-ask spread* suatu saham dengan saham lain di pasar internasional yang menggunakan mata uang asing. Formula untuk menghitung *relative spread* adalah sebagai berikut:

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

*Relative spread*_{jt} : *relative bid-ask spread* saham j pada hari t.

*Ask*_{j,t} : harga penawaran jual terendah j pada hari t

*Bid*_{j,t} : harga permintaan beli tertinggi j pada hari t

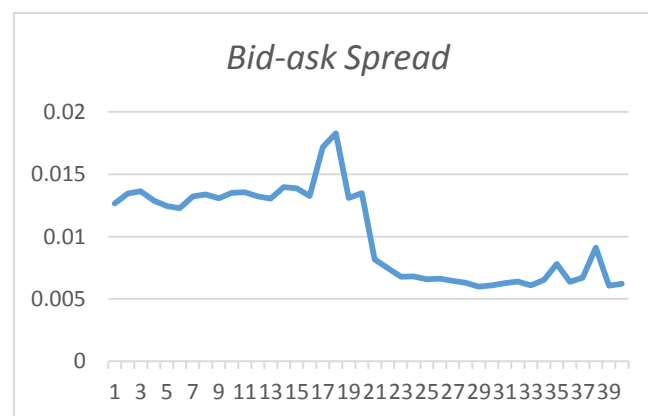
Tabel berikut menunjukkan hasil pengujian *non-parametric sign test* dan *parametric paired samples t-test* terhadap variabel *bid-ask spread*.

Tabel 5. Hasil Pengujian *Bid-ask Spread*

Metode	Parameter	Keseluruhan	Fraksi Rp1	Fraksi Rp5	Fraksi RP25
--------	-----------	-------------	------------	------------	-------------

<i>Sign Test</i>	<i>Negative Differences</i>	164	50	94	20
	<i>Positive Differences</i>	9	1	5	3
	<i>Significance</i>	0	0	0	0
<i>Paired T-Test</i>	<i>Mean Differences</i>	-	134,86	0,66	0,47
	<i>Significance</i>	-	0	0	0

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa hasil pengujian menggunakan metode *sign test* maupun *paired samples t-test* menunjukkan terjadinya penurunan bid-ask spread secara signifikan dengan signifikansi $< 0,05$ setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga pada semua kategori sampel yang diteliti.



Gambar 1. Grafik Bid-ask Spread

Bid-ask spread dapat diuraikan menjadi dua komponen, yaitu *order processing component* dan *asymmetric information cost component*. Komponen utama *bid-ask spread* yaitu *order processing cost*, meliputi *market maker's opportunity cost*, *administration cost*, dan *inventory related cost*. Semakin banyak jumlah transaksi maka semakin kecil *order processing cost*, dan semakin besar rata-rata jumlah transaksi harian, semakin kecil *asymmetric information cost*. Oleh sebab itu *bid-ask spread* ini berbanding terbalik dengan jumlah transaksi (Ahn, *et al.*, 1996). Pada penelitian ini, penurunan *bid-ask spread* menunjukkan bahwa terjadi penurunan biaya immediasi dan biaya transaksi setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga. Berdasarkan immediasi (*immediacy*) dan dimensi lebar (*width*) dari likuiditas, *bid-ask spread* yang lebih rendah menunjukkan peningkatan likuiditas. Jika *bid-ask spread* lebih rendah, biaya transaksi akan lebih murah bagi investor yang ingin bertransaksi segera dengan *market order* (Ekaputra dan Ahmad, 2006).

Penurunan bid-ask spread ini konsisten dengan hasil penelitian Ahn, *et al.*, (1996) di AMEX, Ricker (1998) di NYSE, Goldstein dan Kavajecz (1998) di NYSE, Van Ness, *et al.*, (2000) di NYSE, Bacidore (1997) di TSX, Ahn, *et al.*, (2001) di TSE, Pavabutr dan Prangwattananon (2008) di SET, Gerace, *et al.*, (2012) di HKEX, Purwoto dan Tandelilin (2004) di BEJ, Nugroho (2006) di BEJ, Ekaputra dan Ahmad (2007) di BEJ, dan Satiari (2007) di BEJ.

Market Depth. *Market depth* merupakan salah satu aspek likuiditas. Semakin tinggi *market depth* berarti semakin likuid suatu saham karena mampu menyerap nilai transaksi yang lebih

tinggi tanpa mempengaruhi harga. Pengukuran *market depth* dibedakan menjadi *bid depth* dan *ask depth*, karena ada kemungkinan *depth* asimetris (Purwoto dan Tendelilin, 2004).

Tabel berikut menunjukkan perbandingan hasil pengujian perubahan *market depth* (*bid depth* dan *ask depth*) sebelum dan sesudah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga baru dengan metode *non parametric sign test* dan *parametric paired samples t-test*.

Tabel 6. Hasil Pengujian *Bid Depth*

Metode	Parameter	Keseluruhan	Fraksi Rp1	Fraksi Rp5	Fraksi RP25
<i>Sign Test</i>	<i>Negative Differences</i>	140	50	75	15
	<i>Positive Differences</i>	32	1	23	8
	<i>Significance</i>	0	0	0	0,21
<i>Paired T-Test</i>	<i>Mean Differences</i>	-	-	0,59	0,41
	<i>Significance</i>	-	-	0	0,048

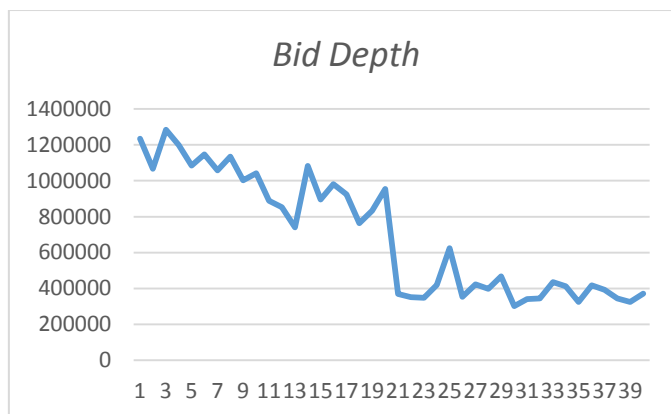
Tabel 7. Hasil Pengujian *Ask Depth*

Metode	Parameter	Keseluruhan	Fraksi Rp1	Fraksi Rp5	Fraksi RP25
<i>Sign Test</i>	<i>Negative Differences</i>	147	49	82	16
	<i>Positive Differences</i>	26	2	17	7
	<i>Significance</i>	0	0	0	0,93
<i>Paired T-Test</i>	<i>Mean Differences</i>	0,75	1,33	0,54	0,38
	<i>Significance</i>	0	0	0	0,009

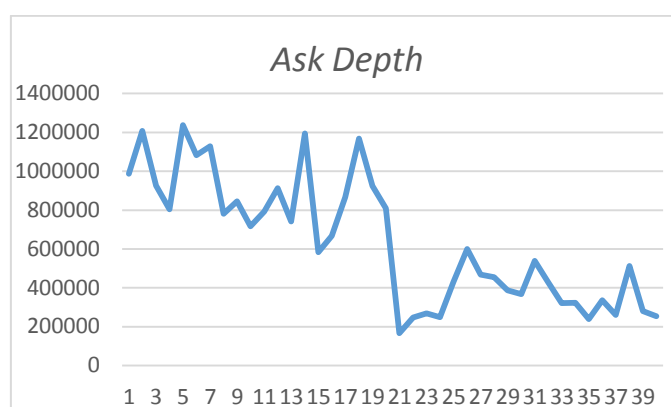
Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian menggunakan *sign test* maupun *paired samples t-test* menunjukkan terjadinya penurunan *bid depth* maupun *ask depth* secara signifikan setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi baru pada sampel keseluruhan, fraksi Rp1, dan fraksi Rp5.

Untuk fraksi Rp25, pengujian dengan metode *sign test* dan *paired samples t-test* memberikan hasil yang berbeda. Pengujian dengan metode *sign test* menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *bid depth* maupun *ask depth* (signifikansi $> 0,05$) setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga, sedangkan pengujian dengan metode *paired samples t-test* menunjukkan bahwa *bid depth* maupun *ask depth* menurun signifikan setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga baru.

Karena metode *sign test* berfokus pada perubahan proporsi saham sedangkan *paired samples t-test* berfokus pada perubahan nilai rata-rata (*mean*), dapat disimpulkan bahwa untuk fraksi Rp25, secara proporsi tidak ada perbedaan *market depth* sebelum dan sesudah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga, namun secara rata-rata nilai terjadi penurunan signifikan *market depth* setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi saham.



Gambar 2. Grafik Bid Depth



Gambar 3. Grafik Ask Depth

Secara umum, dapat disimpulkan bahwa terjadi penurunan *market depth* setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga yang menunjukkan terjadinya penurunan likuiditas. Hal ini sesuai dengan **penelitian Harris (1994)**, yaitu jika fraksi harga terlalu kecil, *time priority rule* menjadi tidak berarti dan *quote matcher problem* mungkin muncul. *Quote matcher* akan mengambil kesempatan dari posisi *open order* yang besar. Mereka akan menempatkan *order* yang sedikit lebih baik dibanding *queued order*, yang akan lebih menguntungkan jika fraksi harganya kecil. Untuk melindungi diri dari *quote matcher*, *public trader* akan menyembunyikan *order* mereka dengan memecah *order* ke dalam kuantitas yang lebih kecil dan melakukan perubahan strategi dari *limit order* menjadi *market order*. Hal ini akan mengakibatkan *market depth* menurun.

Penurunan *market depth* ini konsisten dengan hasil penelitian Goldstein dan Kavajecz (1998) di NYSE, Van Ness, *et al.*, (2000) di NYSE, Bacidore (1997) di TSX, Pavabutr dan Prangwattananon (2008) di SET, Gerace, *et al.*, (2012) di HKEX, Purwoto dan Tandelilin (2004) di BEJ, Nugroho (2006) di BEJ, dan Ekaputra dan Ahmad (2007) di BEJ.

Penurunan *bid-ask spread* dan *market depth* ini memberikan sinyal yang berbeda terkait likuiditas saham. Penurunan *bid-ask spread* berarti peningkatan likuiditas, sedangkan penurunan *market depth* berarti penurunan likuiditas. Untuk itu, pengujian terhadap volume perdagangan akan dijadikan sebagai pembanding.

Volume Perdagangan. Secara intuitif, biaya transaksi yang berkorelasi negatif dengan volume perdagangan. Penurunan fraksi harga umumnya menurunkan *bid-ask spread* yang berarti menurunkan biaya transaksi. Hal ini menyebabkan perubahan fraksi harga cenderung

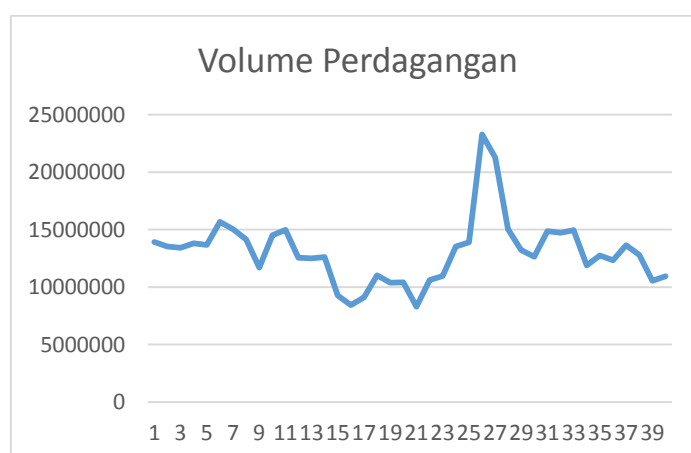
meningkatkan volume perdagangan (Ahn, *et al.*, 1996). **Tabel berikut** menunjukkan perbandingan hasil pengujian perubahan volume perdagangan sebelum dan sesudah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga baru dengan metode *non parametric sign test* dan *parametric paired samples t-test*.

Tabel 7. Hasil Pengujian Volume Perdagangan

Metode	Parameter	Keseluruhan	Fraksi Rp1	Fraksi Rp5	Fraksi RP25
<i>Sign Test</i>	<i>Negative Differences</i>	79	31	43	5
	<i>Positive Differences</i>	94	20	56	18
	<i>Significance</i>	0,287	0,161	0,228	-
<i>Paired T-Test</i>	<i>Mean Differences</i>	0,18	-	-0,86	0,02
	<i>Significance</i>	0,753	-	0,162	0,934

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa hasil pengujian menggunakan *sign test* maupun *paired samples t-test* menunjukkan tidak ada perbedaan volume perdagangan sebelum dan setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi baru (signifikansi $> 0,05$) pada sampel keseluruhan, fraksi Rp1, dan fraksi Rp5.

Untuk fraksi Rp25, pengujian dengan metode *sign test* dan *paired samples t-test* memberikan hasil yang berbeda. Pengujian dengan metode *sign test* menunjukkan bahwa terjadi peningkatan volume perdagangan secara signifikan (signifikan $< 0,05$) setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga baru, sedangkan pengujian dengan metode *paired samples t-test* menunjukkan tidak ada perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga (signifikansi $> 0,05$). Karena metode *sign test* berfokus pada perubahan proporsi saham sedangkan *paired samples t-test* berfokus pada perubahan nilai rata-rata (*mean*), dapat disimpulkan bahwa dapat disimpulkan bahwa secara proporsi terjadi peningkatan volume perdagangan setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi baru, namun secara rata-rata nilai tidak terdapat perbedaan antara sebelum dan sesudah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga.



Gambar 5. Grafik Volume Perdagangan

Secara umum dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan volume perdagangan sebelum dan setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga. Hal ini merupakan suatu anomali, karena perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga ini

menurunan *bid-ask spread*, dimana penurunan *bid-ask spread* biasanya diasosiasikan dengan volume perdagangan yang lebih besar (Ricker, 1994). Fenomena ini mungkin disebabkan karena pengurangan *quote* dan *support* terhadap *infrequently traded stock* oleh *market maker* (Ahn, et al., 1996). *Market maker* sebagai *liquidity provider* memperoleh keuntungan dari fungsi *bid-ask spread* dikalikan volume perdagangan. Keuntungan yang diperoleh *market maker* akan meningkat jika terjadi persentase peningkatan volume perdagangan lebih besar dari penurunan *bid-ask spread* (Ricker, 1994). Sebaliknya, jika persentase penurunan *bid-ask spread* tidak lebih kecil dari peningkatan volume perdagangan, maka *market maker* mungkin mengalami kerugian, sehingga perubahan satuan dan fraksi harga ini hanya akan menjadi *pareto improvement* (Ahn, et al., 1996). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Ahn, et al., (1996) di AMEX, Ahn, et al., (2001) di TSE, Pavabutr dan Prangwattananon (2008) di SET, Gerace, et al., (2012) di HKEX, dan Nugroho (2006) di BEJ.

PENUTUP

Berdasarkan analisis yang dilakukan terhadap variabel *bid-ask spread*, *market depth*, dan volume perdagangan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Pemberlakuan satuan perdagangan dan fraksi harga baru pada 6 Januari 2014 menurunkan *bid-ask spread*. Penurunan *bid-ask spread* ini terjadi pada seluruh fraksi harga. (2) Pemberlakuan satuan perdagangan dan fraksi harga baru pada 6 Januari 2014 tidak meningkatkan *market depth*. Secara keseluruhan *market depth* justru mengalami penurunan, kecuali saham-saham fraksi Rp25 yang secara proporsi tidak mengalami perubahan *market depth*. (3) Pemberlakuan satuan perdagangan dan fraksi harga baru pada 6 Januari 2014 tidak meningkatkan volume perdagangan. Secara keseluruhan volume perdagangan tidak mengalami perubahan, kecuali saham-saham fraksi Rp25 yang secara proporsi mengalami peningkatan volume perdagangan.

Dari sudut pandang dimensi lebar (*width*) dan immediasi (*immediacy*), pemberlakuan satuan perdagangan dan fraksi harga baru meningkatkan likuiditas, karena biaya transaksi dan biaya immediasi mengalami penurunan secara signifikan. Sebaliknya, dari sudut pandang kedalaman pasar (*market depth*) terjadi penurunan likuiditas, karena secara umum *bid depth* dan *ask depth* mengalami penurunan secara signifikan, kecuali untuk saham-saham fraksi Rp25 (harga \geq Rp5.000) yang secara rata-rata nilai mengalami penurunan, namun secara proporsi tidak mengalami perubahan signifikan.

Sebagai pembanding untuk dari dua hasil yang bertolak belakang, dilakukan pengujian terhadap volume perdagangan. Volume perdagangan berkorelasi negatif dengan *bid-ask spread*, sehingga untuk mengukur efektivitas perubahan *bid-ask spread* dapat dilihat dari perubahan volume perdagangan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa secara umum volume perdagangan sebelum dan setelah perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga tidak mengalami perubahan walaupun terjadi penurunan *bid-ask spread*, kecuali untuk saham-saham fraksi Rp25 (harga \geq Rp5.000) yang secara rata-rata nilai tidak mengalami perubahan signifikan, namun secara proporsi mengalami peningkatan secara signifikan.

Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa secara umum perubahan satuan perdagangan dan fraksi harga tanggal 6 Januari 2014 tidak meningkatkan likuiditas pasar saham. Dari keseluruhan sampel, indikasi perbaikan likuiditas hanya tampak pada saham-saham fraksi Rp25 (harga \geq Rp5.000), dimana penurunan *bid-ask spread* diikuti peningkatan volume perdagangan secara proporsi dengan *market depth* yang secara proporsi tidak mengalami perubahan.

Salah satu faktor penyebab tidak meningkatnya likuiditas setelah pemberlakuan kebijakan baru tersebut mungkin disebabkan karena kondisi ekonomi Indonesia yang tidak begitu kondusif, dimana pada kuartal I 2014 pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami

perlambatan yang cukup tajam. Pertumbuhan ekonomi Indonesia pada kuartal I-2014 sebesar 5,21% (y-o-y), melambat jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada kuartal IV-2013 yaitu 5,72% (y-o-y). Angka pertumbuhan ekonomi pada kuartal I-2014 tersebut juga jauh lebih rendah jika dibandingkan dengan angka pertumbuhan ekonomi pada periode yang sama di tahun sebelumnya yang mencapai 6,03% (y-o-y) (*Macroeconomic Dashboard*, 2014).

DAFTAR RUJUKAN

- Ahn, H., Cai, J., Chan, K., Hamao, Y. (2001). Tick Size Change and Liquidity Provision on the Tokyo Stock Exchange. *Journal of the Japanese and international economies*. 21(2), 173-194.
- Ahn, H., Cao, C., dan Choe, H. (1996). Tick Size, Spread, and Volume. *Journal of Financial Intermediation*, 5, 2-22.
- Aitken, M. dan Forde, C.C. (2005). Do reductions in tick sizes influence liquidity?. *Accounting and Finance*, 171-184.
- Antara News. (2013). *Perubahan fraksi harga untuk tingkatan likuiditas*. www.antaraneews.com
- Bacidore, J. (1997). The Impact of Decimalization on Market Quality: An Empirical Investigation of Toronto Stock Exchange. *Journal of Financial Intermediation*, 6, 92-120.
- Chang, R. P., Hsu, S. T., Huang, N. K. dan Rhee, S. G. (1999). The Effects of Trading Methods on Volatility and Liquidity: Evidence from Taiwan Stock Exchange. *Journal of Business Finance & Accounting*. 26(1-2), 137-170.
- Ekaputra, I. A. (2004). Pengertian dan Dimensi Likuiditas Finansial. *Kompas*, Selasa, 21 September 2014.
- Ekaputra, I. A. dan Basharat Ahmad. (2007). The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from Jakarta Stock Exchange (JSX). *Economics and Finance in Indonesia*, 53(1). 89-104.
- Gerage, D., Smark, C., dan Freestone, T. Impact of reduced tick sizes on the Hong kong stock exchange. *Journal of New Business Ideas and Trends*. 10(2), 54-71.
- Goldstein, M. dan Kavajecz, K.A. (2000). Eights, sixteenths, and market depth: Changes in Tick Size and Liquidity provision on the NYSE. *Journal Of Financial Economics*, 56, 125.
- Harris, L. (1994). Minimum Price Variations, Discrete Bid-Ask Spread, and Quotation Sizes. *Review of Financial Studies*, 7, 149-178.
- Harris, L. (2003). *Trading & Exchange: Market Microstructure for Practitioners*. USA: Oxford University Press.
- Investor Daily Indonesia. (2013). *Perubahan Fraksi Saham Membuat Likuiditas Berkurang*. www.investor.co.id
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- MacKinnon, G. dan H. Nemiroff. (1999). Liquidity and Tick Size: Does Decimalization Matter?. *Journal Of Finance Research*, 22, 287-299.
- Macroeconomic Dashboard Universitas Gadjah Mada. (2014). *Indonesian Economic Review and Outlook No 2/Tahun III/Juni 2014*.
- Nugroho, B.A. (2006). *Pengaruh Perbedaan Hubungan Fraksi Harga Saham Baru Terhadap Variable Bid Ask Spread, Depth dan Volume Perdagangan*. (Master Thesis).

- Pavabutr, P. dan Prangwattananon, S. (2008). Tick Size Change on the Stock Exchange of Thailand. *CEI Working Paper Series*, 9, 1-28.
- Purwoto, L. (2003). Perubahan Fraksi Harga di Bursa Efek Jakarta. *Ventura*, 6(3), 235-252.
- Purwoto, L. dan Tandelilin. (2004). The Impact Of Tick Size Reduction Liquidity Empirical Efidence From Jakarta Stock Exchange. *Gajah Mada International Journal Of Bussiness*. 6(2), 225-249.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2013). *Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00071/BEI/11-23 perihal Perubahan Satuan Perdagangan dan Fraksi Harga*. www.idx.co.id
- PT Bursa Efek Indonesia. (2014). *IDX Monthly Statistics Februari 2014*. www.idx.co.id.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2014). *IDX Monthly Statistics Desember 2013*. www.idx.co.id.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2014). *IDX Monthly Statistics Januari 2014*. www.idx.co.id.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2014). *Ringkasan*. <http://www.idx.co.id>.
- Ricker, J. (1998). *Breaking the Eight: Sixteenths on the New York Stock Exchange*. (Working Paper).
- Satiari, F. (2000). *Analisis Perbedaan Sistem Fraksi Harga Saham terhadap Variabel Bid-Ask Spread, Depth, dan Volume Perdagangan*. (Master Thesis).
- Setyawasih, R. (2011). Dampak Penurunan Tick Size terhadap Kualitas Pasar dan Determinan Likuiditas Pasar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Manajemen dan Kewirausahaan "Optimal"*. 5(1), 1-21.
- Van Ness, B. F., Van Ness, R. A. dan Pruitt, S.W. (2000). The Impact of the Reduction in Tick Increments in Major U.S. Markets on Spreads, Depth, and Volatility. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 15(2000), 153-167.