BAB V
PEMBAHASAN

A. Perubahan Kebijakan Fraksi Harga Tahun 2007 dan Pengaruhnya Terhadap Likuiditas Saham

Indikator yang digunakan dalam melakukan pengujian terhadap likuiditas saham pada penelitian ini adalah *relative spread*, dan *trading volume acvtivity*. Berdasarkan hasil analisis pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa terdapat penurunan *average relative spread* yang signifikan sesudah perubahan kebijakan fraksi harga tahun 2007. Penurunan *relative spread* menunjukkan adanya penyempitan *spread* antara harga *bid* dan *ask* pada transaksi saham di bursa atau semakin dekatnya jarak antara harga *bid* dan *ask* sehingga lebih mendukung terjadinya transaksi *match* antara penjual dan pembeli yang membuat *order* lebih banyak terealisasi.[1] Berdasarkan teori, penurunan *relative spread* menunjukkan peningkatan likuiditas saham.[2] *Relative spread* pada penelitian ini merupakan indikator dari dimensi *immediacy* dan *width*.[3] Oleh karena itu dapat dilihat bahwa kebijakan penurunan fraksi harga berpengaruh positif terhadap *immediacy* dan *width*, yaitu dapat memperkecil *immediacy* dan *width* yang diwakilkan oleh indikator *relative spread*. Penurunan *relative spread* yang terjadi

[1] Irwan Adi Ekaputra dan Basharat Ahmad, "The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from the Jakarta Stock Exchange (JSX)", *Economics Literature*, No. 1, Vol. 55 (Mei, 2007), 34.
[2] Abbe Fransson, "Reverse Stock Split: An Emprical Approach To The Signaling And Trading Range Hyphotheses On Swedish Stocks Subject To Reverse Split Between 1995 And 2004", *Business*, Vol. 10 (Agustus, 2005), 9.
[3] Henk Berkman dan Venkat Eleswarapu. "Short-term Traders and Liquidity: A Test Using Bombay Stock Exchange Data", *Financial Economics*, No. 3, Vol. 47 (Maret, 1998), 349.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

menunjukkan biaya *immediacy* dan biaya transaksi (*width*) menjadi semakin rendah setelah adanya kebijakan penurunan fraksi harga.

Selanjutnya adalah pengukuran *trading volume activity* yang merupakan indikator untuk mengetahui tingkat aktivitas perdagangan saham atau volume perdagangan.[4] Berdasarkan teori saham yang likuid adalah saham dengan volume perdagangan yang tinggi.[5] Berdasarkan hasil analisis, *average trading volume activity* mengalami peningkatan sesudah perubahan fraksi harga tahun 2007, namun berdasarkan uji statistik hasilnya tidak signifikan. Dengan kata lain tidak terdapat peningkatan likuiditas saham yang berarti sesudah perubahan kebijakan fraksi harga tahun 2007, jika diukur dengan *average trading volume activity*. Hal ini mengindikasikan *average trading volume activity* kurang sensitif terhadap perubahan kebijakan fraksi harga. Ada kemungkinan yang membuat *trading volume activity* kurang sensitif terhadap perubahan kebijakan fraksi harga. Terdapat *informed trader* dalam transaksi jual beli saham, menyebabkan terjadinya *asymmetric information* (perbedaan informasi) yang berkembang di pasar. Investor yang memiliki banyak informasi akan meningkatkan transaksi saham, sebaliknya bagi investor yang memiliki sedikit informasi akan mengurangi jumlah transaksi saham.[6] Hal ini sesuai dengan penelitian Hee-Joon Ahn, Charles Cao dan Hyuk Choe yang

[4] Tarun Chordia, Richard Roll dan Avanindhar Subrahmanyam, "Commonality in Liquidity", *Financial Economics*, No. 1, Vol. 56 (April, 2000), 19.
[5] Thomas E Copeland, "Liquidity Change Following Stock Splits", *Blackwell Publishing for the American Finance Association*, No. 1, Vol. 34 (Maret, 1979), 130.
[6] Adler Haymans Manurung, *Teori Investasi: Konsep dan Empiris*, (Jakarta: PT Adler Manurung Press, 2013), 119.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

menemukan bahwa terdapat *average trading volume activity* yang mengalami kenaikan tidak signifikan sesudah perubahan kebijakan fraksi harga.[7]

B. Perubahan Kebijakan Fraksi Harga Tahun 2014 dan Pengaruhnya Terhadap Likuiditas Saham

Hasil analisis pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa *average relative spread* mengalami penurunan yang signifikan sesudah perubahan kebijakan fraksi harga tahun 2014. Dengan kata lain terdapat peningkatan likuiditas saham akibat perubahan kebijakan fraksi harga tahun 2014. Sedangkan *average trading volume activity* mengalami peningkatan yang signifikan sesudah perubahan kebijakan fraksi harga 2014. Dengan kata lain terdapat peningkatan likuiditas saham yang berarti sesudah perubahan fraksi harga tahun 2014.

Perubahan fraksi harga tahun 2014 turut menurunkan satuan perdagangan saham (*lot*), dimana inti dari perubahan adalah memperkecil satuan perdagangan dan juga fraksi harga yang berarti ada dua aturan yang berubah pada saat yang bersamaan dan efek dari perubahan dua aturan tersebut juga berlangsung bersamaan.

Secara matematis, perubahan satuan perdagangan dari 500 lembar menjadi 100 lembar, mengakibatkan harga saham per satuan *lot* semakin kecil. Misalnya seorang investor ketika ingin membeli saham dengan harga Rp10.000 per lembar, sebelum aturan ini diberlakukan, maka investor

[7] Hee-Joon Ahn, Charles Q. Cao, dan Hyuk Choe, "Decimalization and Competition Among Stock Exchange Markets: Evidence From the Toronto Stock Exchange Cross-listed Securities", *Financial Markets*, Vol.1 (Januari, 1998), 79.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

tersebut harus menyiapkan dana Rp10.000 x 500 lembar atau Rp5 juta rupiah, setelah aturan ini berubah maka investor hanya cukup menyiapkan dana Rp10.000 x 100 lembar atau Rp 1 juta saja. Hal ini membuat harga saham per satuan *lot* menjadi hanya 20% dari harga per satuan *lot* sebelum penerapan aturan. Perubahan aturan ini tentunya memberi kesempatan untuk investor *retail* dengan modal awal kecil untuk dapat melakukan transaksi saham-saham dengan harga relatif mahal.

Pada dasarnya, efek perubahan aturan satuan perdagangan ini hampir mirip dengan aksi *stock-split*[8], dimana terjadi perubahan pada jumlah saham yang beredar dan juga harga perlembar yang juga mengakibatkan harga saham per satuan *lot* semakin murah. Sedangkan pada perubahan satuan perdagangan, jumlah saham beredar dan harga perlembar saham tidak mengalami perubahan, tetapi mengakibatkan harga per satuan *lot* juga semakin murah.

Selain itu, efek perubahan aturan ini, dimana mengubah satuan lot dari sebelumnya 500 lembar menjadi 100 lembar, membuat jumlah *lot* saham yang dimiliki investor akan bertambah menjadi 5 kali lipat, tetapi dengan jumlah lembar yang sama. Misalnya seorang investor sebelumnya memiliki 10 *lot* saham PT Unilever (UNVR) dimana 1 *lot* berisi 500 lembar, berubah menjadi 50 *lot* dimana 1 *lot* berisi 100 lembar setelah penerapan aturan ini. Ketika investor ingin melakukan penjualan atas saham ini, maka penjualan dapat di-*split* menjadi beberapa transaksi pada beberapa level harga tertentu

[8] *Stock split* adalah pemecahan jumlah lembar saham menjadi jumlah lembar yang lebih banyak dengan menggunakan nilai nominal yang lebih rendah per lembar sahamnya secara proporsional. Ellen May, *Smart Trader Rich Investor*, (Jakarta: Gramedia, 2013), 57.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

untuk memaksimalkan keuntungan yang diperoleh. Hal serupa juga dapat digunakan ketika investor ingin membeli saham UNVR. Sebelum penerapan aturan ini, misalnya seorang investor dapat melakukan pembelian saham UNVR sebanyak 10 *lot*, hal ini dapat dipecah menjadi 10 transaksi masing-masing 1 *lot* sehingga investor bisa mendapatkan harga terbaik. Sedangkan setelah penerapan aturan ini investor ini dapat melakukan pembelian 50 *lot.*

Selain perubahan satuan perdagangan, aturan ini juga mengubah aturan mengenai minimum fraksi perdagangan sesuai jenjang harga. Hal ini membuat harga saham semakin presisi menunjukkan nilai pasarnya. Misalnya pasar menilai nilai wajar saham UNVR seharusnya berada pada level Rp2.083 per lembarnya. Sebelum penerapan aturan ini, level harga terdekat dari level Rp2.083 adalah Rp2.075 dan Rp2.100, sesuai dengan minimum fraksi lama yaitu Rp25 untuk jenjang harga Rp2.000-Rp5.000. Ketika aturan ini diterapkan, level terdekat berubah menjadi Rp2.080 dan Rp2.085 sesuai dengan minimum fraksi baru yaitu Rp5 untuk jenjang harga Rp500 hingga Rp5.000. Hal ini selain membuat investor dapat menilai suatu saham semakin presisi, membuat *market* sebagai gabungan saham juga terkoreksi ataupun terapresiasi pada level yang presisi. Berikut adalah ilustrasi perhitungan persentasi perubahan fraksi sebelum dan setelah penerapan aturan.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

Tabel 5.1
Ilustrasi Perhitungan Fraksi

	Fraksi Harga	
	2007	2014
Harga Saham	Rp 2000	Rp 2000
Minimum Fraksi	Rp 25	Rp 5
Persentase Perubahan Per Fraksi	1.25%	0.25%

Sebelum penerapan aturan ini, ketika saham UNVR pada level Rp2.000 mengalami kenaikan atau penurunan sebesar 1 fraksi yaitu Rp25, maka secara presentase kenaikan atau penurunan saham UNVR sebesar 1.25%, sedangkan ketika aturan ini sudah diterapkan, ketika saham UNVR pada level Rp2.000 mengalami kenaikan atau penurunan 1 fraksi yaitu Rp5, maka secara presentase kenaikan atau penurunan saham UNVR hanya sebesar 0.25% saja.

Penurunan fraksi ini mengakibatkan investor yang dulunya *trading* dalam hitungan jam menjadi sulit untuk mengaplikasikan strategi yang sama ketika aturan baru ini diberlakukan. Para *trader* dulunya ketika harga saham naik 1 fraksi saja sudah bisa mendapatkan keuntungan setelah dikurangi biaya transaksi. Setelah penerapan aturan ini, ketika saham bergerak naik 1 fraksi, investor masih akan mengalami kerugian, karena kenaikan harga saham belum mampu mengimbangi biaya transaksi yaitu ±0.2% untuk transaksi beli dan ±0.3% untuk transaksi jual bergantung pada masing-masing sekuritas. Dengan diberlakukannya peraturan baru mengenai fraksi harga ini, para *trader* perlu melakukan penyesuaian dalam strategi *trading* mereka agar tetap dapat mendapatkan keuntungan dalam waktu cepat. Sedangkan dari sisi investor jangka panjang, tentunya tidak terlalu berdampak pada strategi

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

investasi mereka, sebab investor jangka panjang lebih menitikberatkan faktor fundamental daripada faktor teknis perdagangan bursa. Secara umum perubahan fraksi harga di atas, akan membuat kenaikan ataupun penurunan harga semakin *smooth* dan mendekati nilai pasar sebenarnya.

Perubahan fraksi harga tahun 2014 yang diikuti dengan penurunan satuan perdagangan (*lot*), sehingga memberikan dampak bagi investor retail dengan modal yang relatif terbatas akan dapat meningkatkan transaksi jual beli saham, karena harga saham akan menjadi lebih murah daripada sebelum penurunan satuan perdagangan (*lot*). Terdapat perbedaan antara kebijakan fraksi harga tahun 2007 dan 2014. Pada kebijakan fraksi harga tahun 2014, penurunan fraksi harga juga diikuti dengan penurunan satuan perdagangan (*lot*), sehingga volume perdagangan dapat mengalami kenaikan yang signifikan.

C. Likuiditas Saham Pada Perubahan Kebijakan Fraksi Harga Tahun 2007 dan 2014

Hasil analisis pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan perubahan *average relative spread* antara kebijakan fraksi harga tahun 2007 dan tahun 2014 yang signifikan. Hal ini berarti kebijakan fraksi harga tahun 2014 lebih berdampak pada peningkatan likuiditas saham daripada kebijakan fraksi harga tahun 2007. Pada kebijakan fraksi harga tahun 2007 untuk saham berharga diatas Rp 5000 berlaku fraksi harga Rp 50, sedangkan pada kebijakan fraksi harga tahun 2014, berlaku fraksi harga Rp 25. Hal ini akan membuat investor untuk lebih meningkatkan aktivitas transaksi jual beli

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

saham pada kebijakan fraksi harga tahun 2014, karena variasi harga penawaran dan permintaan menjadi lebih kecil yang akan meminimalkan resiko keuntungan dan kerugian dari investor.[9]

Kelemahan dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan antara kebijakan fraksi harga tahun 2007 dan tahun 2014. Pada kebijakan fraksi harga tahun 2014, perubahan fraksi harga juga diikuti dengan penurunan satuan perdagangan (*lot*), sehingga peningkatan likuiditas saham pada tahun 2014 bukan hanya berasal dari perubahan fraksi harga, namun juga berasal dari perubahan satuan perdagangan (*lot*).

Average trading volume activity menunjukkan terdapat perbedaan perubahan yang tidak signifikan antara kebijakan fraksi harga tahun 2007 dan 2014. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan likuiditas saham pada kebijakan fraksi harga tahun 2014 tidak berbeda dengan perubahan likuiditas saham pada kebijakan fraksi harga tahun 2007, jika diukur dengan *average trading volume activity*. Ada kemungkinan yang membuat peningkatan likuiditas saham pada kebijakan fraksi harga tahun 2014 tidak berbeda dengan peningkatan likuiditas saham pada kebijakan fraksi harga tahun 2007 yaitu:

1. Adanya *asymmetric information* (perbedaan informasi) membuat investor cenderung untuk *wait and see* atas perubahan kebijakan fraksi harga, sehingga belum terjadi kenaikan perubahan *trading volume activity* yang

[9] Lawrence E. Harris, "Minimum Price Variations, Discrete Bid-Ask Spread, and Quotation Sizes". *Review of Financial Studies*, No. 1, Vol. 7 (Mei, 1997), 170.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

signifikan.[10] Namun bagi Investor yang memiliki banyak informasi akan meningkatkan transaksi saham.

2. Adanya *end of the year effect* dimana perubahan fraksi terjadi pada awal tahun yaitu tanggal 6 Januari 2014 dan pada penelitian ini digunakan waktu 30 hari sebelum perubahan sehingga termasuk ke dalam akhir tahun 2013 dan 30 hari sesudah perubahan yang termasuk awal tahun 2014. Akhir tahun biasanya memberikan efek bagi investor saham untuk menjual sahamnya dengan segera dengan asumsi harga jual saham pada waktu tersebut merupakan harga terbaik dibandingkan mereka harus menghadapi ketidakpastian harga saham pada awal tahun. Dengan demikian, transaksi dan *volume* saham yang mendukung angka *trading volume activity* menjadi semakin besar. Selanjutnya pada awal tahun dimungkinkan investor cenderung membutuhkan waktu sebelum melakukan niat berbelanja saham lagi, sehingga jumlah transaksi dan volume yang terjadi tidak terlalu tinggi dan mempengaruhi penurunan *trading volume activity*.
3. Tingkat pemahaman masyarakat terhadap pasar modal di Indonesia masih rendah. Berdasarkan hasil survei nasional literasi keuangan yang digelar oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pada tahun 2013 menyatakan bahwa mayoritas masyarakat Indonesia (lebih dari 90%) masih belum mengenal pasar modal. Sementara jumlah penduduk Indonesia yang menggunakan instrumen pasar modal juga masih sedikit, yakni kurang

[10] Adler Haymans Manurung, *Teori Investasi: Konsep dan Empiris*, (Jakarta: PT Adler Manurung Press, 2013), 119.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

dari 1%.[11] Hal ini dapat diasumsikan bahwa tingkat literasi dan utilitas produk pasar modal syariah yang merupakan bagian dari pasar modal juga masih sangat sedikit. Sehingga kondisi ini menyebabkan belum terjadinya kenaikan perubahan *trading volume activity* yang signifikan antara kebijakan fraksi harga tahun 2007 dan 2014. Pasar modal dengan peraturan dan infrastruktur sebagus apapun, kalau tidak diminati masyarakat maka akan sulit untuk mengembangkan pasar modal. Oleh karena itu perlu adanya dorongan secara sistematis agar masyarakat tertarik dan berpartisipasi di pasar modal. Dan salah satunya ialah dengan mengembangkan pasar modal syariah di Indonesia. Melalui pasar modal syariah, diharapkan mampu menaikkan jumlah investor dalam negeri, karena saham syariah mempunyai basis investor yang lebih luas dibandingkan saham yang bukan syariah. Saham syariah dapat dimiliki oleh investor umum maupun investor yang mempunyai preferensi syariah. Sedangkan saham yang bukan merupakan saham syariah, tidak akan menjadi preferensi investasi bagi investor syariah. Sejak diterbitkannya Daftar Efek Syariah (DES) pada tahun 2007, sebagian emiten telah menyadari manfaat atas dimuatnya saham emiten tersebut dalam DES, sehingga emiten tersebut berupaya mempertahankan rasio keuangannya agar tetap memenuhi kriteria saham syariah. Namun sebagian emiten lainnya belum menyadari manfaat tersebut. Untuk itu, perlu adanya promosi dan edukasi yang terus menerus kepada pelaku

[11] OJK, "Strategi Nasional Literasi Keuangan Indonesia",dalam http://www.ojk.go.id/siaran-pers-peluncuran-cetak-biru-strategi-nasional-literasi-keuangan-indonesia, diakses pada 19 Desember 2015.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id

pasar dan masyarakat agar semakin banyak penerbitan efek syariah dan masyarakat yang berinvestasi di pasar modal syariah.

digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id digilib.uinsby.ac.id