

KOMPOSISI KEPEMILIKAN SAHAM, LIKUIDITAS DAN *ABNORMAL RETURN* DI SEKITAR PENGUMUMAN *STOCK SPLIT* PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA

Oleh:

*Najmudin * , Nurhayati Indiyastuti**

Abstract

This paper aims to examine:

- (1) *The effect of stock splits on share ownership composition, liquidity, and return for splitting firms;*
- (2) *Linkages among those three variables and ownership composition prior to the split as a conditioning variable; and*
- (3) *Relationship between liquidity change and ownership composition change as an intervening variable.*

The sample observed in this study was the firm listed at Jakarta Stock Exchange during period 1995 - 2000 and splitting the stock during January 1997 – December 1998, this sample was selected based on purposive sampling method. The research method used is event study, i.e. research methodology designed to measure the impact of an event of interest on stock returns.

The analysis yields three main results:

- (1) *The stock split does not change the ownership composition and the level of liquidity.*
- (2) *The effect of stock split on ownership composition and liquidity is conditional on the level of institutional ownership prior to the split. Firms with high institutional ownership prior to the split experience decrease in institutional ownership, while firms with low institutional ownership prior to the split do not change. Changes in liquidity are negatively affected by the level of institutional ownership prior to the split and positively affected by changes in institutional ownership proportion.*
- (3) *There are positive abnormal returns following the stock split. The abnormal returns are not related to the level of institutional ownership prior to the split.*

Keywords: *Stock Split; Abnormal Return; Liquidity; Institutional Ownership*

I. PENDAHULUAN

Di Bursa Efek Jakarta, emiten yang melakukan *corporate action* berupa *stock split* baru mulai muncul pada tahun 1993 yang hanya satu emiten. Peristiwa ini cenderung mengalami peningkatan, sampai dengan bulan Juni 2001 telah tercatat 176 peristiwa pemecahan saham. Banyaknya emiten yang melakukan tindakan ini memberi indikasi bahwa pemecahan saham merupakan kegiatan yang penting dalam praktek pasar modal. Perkembangan fenomena tersebut sampai sekarang masih terus berlangsung di pasar modal Indonesia.

Dalam teori, *stock split* bagi pihak perusahaan hanyalah sebuah perubahan perlakuan akuntansi dan perubahan nilai nominal per lembar saham. *Stock split* tidak berpengaruh pada *cash flow* mereka, nilai perusahaan secara keseluruhan maupun total asetnya, dan bagi pihak investor atau pemegang saham tidaklah menjadi lebih baik atau lebih buruk dibanding sebelum *split*. Tetapi di sisi lain, *stock split* adalah peristiwa yang relatif sering terjadi dan populer dikalangan manajer dan investor, yang berarti terdapat sejumlah manfaat yang akan

* Dosen Fakultas Ekonomi UNSOED

dihasilkan setelah peristiwa tersebut. Sejumlah literatur mengemukakan bahwa penurunan harga saham dapat membantu meningkatkan minat para investor, menjadikan saham lebih likuid dan bagi para investor yang modalnya terbatas dapat lebih mudah untuk memiliki sejumlah lot saham yang dipecah tersebut (Baker dan Gallagher (1980), Damodaran (2001)).

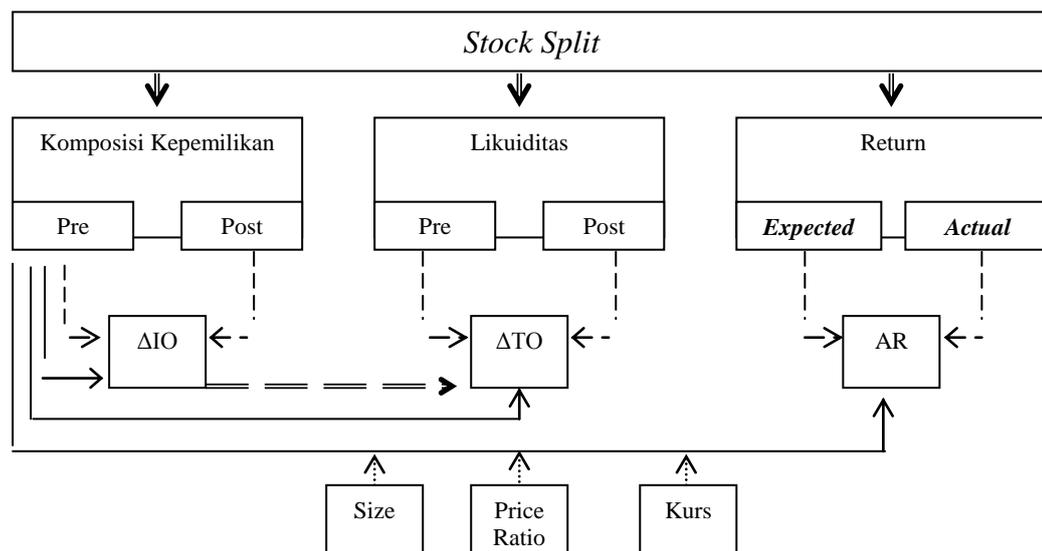
Penelitian empiris tentang *stock split* terus berkembang dengan fokus kajian yang lebih luas. Di samping kajian untuk membuktikan adanya reaksi pasar (likuiditas dan *abnormal return*) akibat *split*, dikaji pula faktor lainnya yang diperkirakan berhubungan dengan hal ini, di antaranya adalah komposisi kepemilikan pemegang saham perusahaan. Penelitian ini melengkapi tambahan faktor tersebut dan kami memperluas analisisnya, tidak hanya secara parsial, tetapi juga secara kondisional dan asosiasional. Penambahan faktor kajian dan perluasan analisis dengan mempertimbangkan kondisi perusahaan sebelum *split* dan menghubungkan antar faktor-faktor tersebut, diharapkan akan lebih memperjelas bukti empiris tentang faktor apa yang dipengaruhi oleh *stock split* dan faktor mana yang penting diperhatikan terlebih dahulu.

Pokok permasalahan penelitian ini mencakup mengenai:

- 1) Apakah *stock split* akan mempengaruhi tingkat likuiditas, komposisi kepemilikan pemegang saham dan return?
- 2) Apakah kondisi komposisi kepemilikan pemegang saham sebelum *split* akan berpengaruh pada perubahan likuiditas, perubahan komposisi kepemilikan pemegang saham dan *abnormal return split*?
- 3) Apakah perubahan likuiditas ada hubungannya dengan perubahan komposisi kepemilikan pemegang saham akibat *split* tersebut?

Penelitian ini bertujuan untuk: 1. Menguji pengaruh *split* terhadap likuiditas, komposisi kepemilikan dan return; 2. Menguji pengaruh komposisi kepemilikan saham sebelum *split* terhadap perubahan likuiditas, perubahan komposisi kepemilikan saham (itu sendiri) dan *abnormal return*; 3. Menguji pengaruh perubahan komposisi kepemilikan saham (variabel intervening) terhadap perubahan likuiditas akibat *split*.

Gambar 1. Kerangka pemikiran



Keterangan :

- a. ΔIO (Perubahan Institutional Ownership) = $(IOPost - IOPre) / IOPre$.
- b. ΔTO (Perubahan Turnover) = $(TOPost - TOPre) / TOPre$.
- c. AR (Abnormal Return) = $Actual\ return\ (R_i) - Expected\ return\ (E(R_i))$.

- d. \longrightarrow : Ruang lingkup konsep utama penelitian
- e. $--\rightarrow$: Pengujian dampak *split* terhadap variabel IO, TO dan AR
- f. $- \cdot \rightarrow$: Pengujian antara sub-sampel variabel IOpre dengan ΔIO , ΔIO dan AR
- g. \Rightarrow : Pengujian antara variabel intervening/perantara (ΔIO) dan dependen (ΔTO)
- h. $\cdots\rightarrow$: Pengujian variabel moderating/kontrol Size, Price Ratio, Kurs thdp ΔTO , AR

Berdasarkan tujuan penelitian, maka dapat disajikan (gambar 1.1) secara skema kerangka alur pemikiran yang secara eksplisit menerangkan:

- (a) Ruang lingkup konsep (construct) yaitu *stock split*, komposisi (struktur) kepemilikan pemegang saham, likuiditas dan return;
- (b) Variabel yang diuji: *Institutional Ownership*, *Turnover* dan *Abnormal Return*;
- (c) Simplikasi hubungan antar variabel dan alur pengujian.

II. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Pengertian, Dasar Pemikiran dan Prediksi Hipotesis *Stock Split*

Stock split adalah pemberian saham tambahan oleh perusahaan kepada setiap pemilik saham menurut proporsi saham yang dimilikinya. Contohnya, pada *split* dua untuk satu, pemilik saham akan menerima tambahan satu saham untuk setiap satu saham yang mereka miliki sebelumnya. Tidak ada uang yang dibayarkan, dan *split* tidak mengubah proporsi kepemilikan perusahaan (Damodaran (2001)).

Mekanisme *stock split* sederhana, perusahaan menerbitkan saham kepada pihak yang pada saat itu sedang memiliki saham, menurut proporsi kepemilikannya. Setelah itu, ada tanggal pemberlakuan (execution-date), yaitu harga saham berubah untuk merefleksikan bertambahnya jumlah saham beredar. Sebagai ilustrasi, diasumsikan sebuah perusahaan dengan nilai ekuitas agregat sebesar \$110 juta dan 10 juta saham beredar menyatakan *split* 3 untuk 1. Nilai ekuitas agregat tetap \$110 juta, tetapi harga per lembarnya turun dari \$11 per lembar (\$110 juta/10 juta) menjadi \$3.67 per lembar (\$110/30 juta).

Terdapat beberapa teori yang menjelaskan dasar pemikiran *stock split* dan prediksi hipotesis dampak *stock split* terhadap likuiditas, komposisi kepemilikan pemegang saham dan *abnormal return*. Dua teori yang mendominasi literatur ialah *optimal trading range theory* dan *signaling theory*.

Trading range Theory atau *liquidity theory* menyatakan bahwa harga saham yang terlalu tinggi (*overprice*) menyebabkan kurang aktifnya saham tersebut diperdagangkan. Dengan adanya *stock split*, harga saham menjadi tidak terlalu tinggi sehingga akan semakin banyak investor yang mampu bertransaksi dan karena itu likuiditas meningkat.

Signaling theory menyatakan setiap *event*, *announcement*, *corporate action* atau publikasi mengenai sebuah perusahaan baik yang disengaja maupun tidak, akan memiliki muatan informasi sebagai suatu sinyal yang disampaikan kepada pasar. Dasar pemikiran tentang *split* dapat dijelaskan pula dengan *signaling theory* tersebut. *Split* memberikan informasi kepada pelaku pasar tentang prospek peningkatan *return* (harga saham, dividen, *earnings* atau *cash flow*) di masa depan yang substansial, *split* dianggap sebagai sinyal kepada publik bahwa perusahaan memiliki prospek bagus di kemudian hari.

Pada dasarnya kedua hipotesis tersebut memprediksikan adanya kenaikan jumlah pemegang saham individu. *Trading range hypothesis* memprediksi bahwa jumlah investor institusi dan proporsi ekuitas yang dimiliki institusi menurun setelah *split*, dengan catatan, investor individu mempunyai respon bahwa *split* dianggap menguntungkan sedangkan investor institusi bereaksi negatif, dalam hal ini investor individu bertindak sebagai pembeli sedangkan investor institusi menjadi penjualnya.

Hipotesis ini memprediksi jumlah investor institusi dan proporsi yang dimiliki institusi akan menurun.

Signaling hypothesis memprediksi adanya kenaikan jumlah investor institusi dan menduga tidak ada perubahan dalam proporsi ekuitas yang dimiliki oleh institusi, dengan argumen bahwa kedua kelompok investor baik institusi maupun individu, sama-sama merespon *split* secara positif, sehingga *split* akan menaikkan jumlah investor, baik institusi maupun individu, dan tidak ada perubahan pada proporsi ekuitas yang dipegang oleh institusi.

Tabel 1. Dampak *stock split*: perbedaan prediksi hipotesis

Variabel	Dampak <i>stock split</i> yang diprediksi	
	Signaling hypothesis	Trading range hypothesis
Jumlah pemegang saham individu	Menaik	Menaik
Jumlah pemegang saham institusi	Menaik	Menurun
Likuiditas	Menaik	Menaik
Proporsi ekuitas yang dimiliki institusi	Tidak berpengaruh/tetap	Menurun
<i>Abnormal return</i> (harga saham)	Positif (menaik)	Positif (menaik)

B. Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya

Maloney dan Mulherin (1992) menyimpulkan bahwa kepemilikan institusi meningkat setelah *split*. Penelitian oleh Lamoureux dan Poon (1987) dan Mukherji et al. (1997) menemukan bahwa jumlah *shareholder* meningkat setelah *split*. Sementara, Mukherji et al. (1997) menemukan bahwa proporsi kepemilikan institusi tidak berubah setelah *split*. Hal ini serupa dengan Dennis dan Strickland (1998) apabila mengabaikan tingkat kepemilikan institusi sebelum *split*, tetapi dengan mensyaratkan pada (conditional on) tingkat kepemilikan institusi sebelum *split*, mereka menemukan adanya hubungan terbalik antara persentase kenaikan kepemilikan institusi dengan proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*.

Perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah secara signifikan mengalami kenaikan jumlah pemegang saham institusi menyusul adanya *split*. Sedangkan bagi perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang tinggi, proporsi saham yang dipegang oleh institusi setelah *split* ternyata masih stabil (Szewczyk dan Tsetsekos (2001), Dennis dan Strickland (1998)).

Pendukung *liquidity hypothesis* menduga bahwa penurunan harga saham yang diakibatkan *split* akan memberikan dasar bagi perkembangan perdagangan perusahaan. Dasar perdagangan yang meningkat dapat menghasilkan volume yang besar, dan karena itu likuiditas meningkat. Hal ini didukung oleh banyak penelitian empiris sebelumnya dalam literatur *stock split* yang membahas volume perdagangan sebelum dan setelah perusahaan melakukan *stock split*. Akan tetapi, fakta yang ditemukan tidaklah konsisten memperlihatkan adanya kenaikan tingkat volume tersebut, banyak penelitian lainnya justru menemukan adanya penurunan volume menyusul adanya *split*.

Dengan mensyaratkan pada tingkat kepemilikan institusi sebelum *split*, ditemukan adanya kenaikan volume perdagangan pada perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah. Hal ini berarti bahwa kenaikan volume tersebut terjadi pada perusahaan yang mengalami kenaikan persentase proporsi kepemilikan institusi (Dennis dan Strickland (1998)).

Sejumlah studi memperlihatkan bahwa likuiditas saham meningkat setelah *split* (Muscarella dan Vetsuypens (1996)), sementara studi lain memperlihatkan bahwa likuiditas saham setelah *split* tidaklah lebih tinggi dari saham yang tidak di-*split*

(Lakonishok dan Lev (1987)), atau bahwa likuiditas saham justru menurun setelah adanya *split* (Copeland (1979), Lamoureux dan Poon (1987), Conroy et al. (1990), dan Gray et al. (1996)). Penelitian mengenai perubahan volume akibat *split* tersebut memperlihatkan fakta yang berbeda-beda, tetapi dengan menghubungkan perubahan volume ini dengan proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*, maka penyebab perbedaan hasil temuan tersebut menjadi lebih jelas.

Dennis dan Strickland (1998) menemukan bahwa *abnormal return* (AR) pada pengumuman *split* adalah positif dan berhubungan negatif terhadap proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*. Beberapa peneliti seperti Grinblatt et al. (1984), Muscarella dan Vetsuyens (1996), Lamoureux dan Poon (1987), Ikenberry et al. (1996) menemukan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif dan signifikan pada pengumuman *split*.

Szewczyk dan Tsetsekos (2001) menemukan hubungan terbalik antara besarnya *abnormal return* periode pengumuman dan persentase kepemilikan institusi, dan manfaat *stock split* lebih bernilai pada perusahaan dengan kepemilikan institusi yang rendah. Mereka juga menyatakan bahwa motivasi awal *stock split* bukanlah untuk mensejajarkan posisi antar perusahaan, tetapi mendasarkan pada kondisi kepemilikan institusi sebelum *split*.

Pada pengumuman *split*, investor institusi menafsirkan informasi ini sebagai sinyal yang baik (good signal) dan berusaha untuk menaikkan proporsi kepemilikan mereka dalam perusahaan. Hal ini mengakibatkan harga saham menjadi naik, dan terdapat return yang lebih besar dari return yang normal terjadi (*abnormal return* positif). Di lain pihak, investor institusi dapat menaikkan proporsi saham dalam perusahaan hanya apabila proporsi sebelumnya memang rendah, sedangkan pada perusahaan yang proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*-nya sudah tinggi, tidak dapat naik lagi. Dengan kata lain, *abnormal return split* tersebut berhubungan terbalik dengan proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*.

Hal ini dapat dijelaskan juga dengan argumen yang menghubungkan *return* dengan aspek likuiditas, yaitu adanya tambahan likuiditas pada perusahaan merupakan sinyal yang bagus sehingga reaksi pasar akan positif (*return*-nya positif). Seperti yang diulas sebelumnya, adanya tambahan likuiditas ini hanya terjadi apabila proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah. Dengan demikian secara tidak langsung, apabila proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*-nya rendah, maka *return*-nya positif atau naik (AR positif), dan apabila proporsi sebelum *split*-nya tinggi, maka *return* tidak berubah (tidak terdapat AR positif yang signifikan).

C. Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan ulasan yang dikemukakan tersebut, terhimpun sembilan hipotesis:

1. Tentang proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* dan likuiditas.
 - a. Mean turnover periode setelah *split* lebih tinggi daripada sebelum *split*.
 - b. Perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang (tinggi) rendah, (tidak) mengalami kenaikan likuiditas.
 - c. Proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* berpengaruh negatif terhadap perubahan turnover (likuiditas).
2. Tentang proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*, perubahan proporsi kepemilikan institusi dan perubahan likuiditas.
 - a. Tidak ada perbedaan mean proporsi kepemilikan institusi antara periode sebelum *split* dengan setelah *split*.
 - b. Proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang (tinggi) rendah, (tidak) mengalami kenaikan.

- c. Perubahan proporsi kepemilikan institusi akibat *split* mempunyai pengaruh positif terhadap perubahan turnover.
3. Tentang proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* dan *abnormal return*.
 - a. Terdapat *abnormal return split* yang positif.
 - b. Jika proporsi saham yang dimiliki oleh institusi sebelum *split*-nya rendah (tinggi), maka *abnormal return split* (tidak) akan positif.
 - c. Proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return split*.

III. METODE PENELITIAN DAN ANALISIS DATA

Data penelitian ini diperoleh dari PRPM, ICMD, *JSX-monthly*, *JSX-Quarterly*, *JSX-Statistics*, DKE Harian, www.jsx.co.id, www.bapepam.go.id, www.oanda.com dan publikasi lain yang relevan yang meliputi:

1. Tanggal peristiwa *stock split* dan perusahaan *stock split* di BEJ selama periode 1 Januari 1997 sampai dengan 31 Desember 1998.
2. Proporsi kepemilikan institusi tahunan selama dua tahun sebelum dan setelah *stock split*, yaitu sejak tahun 1995 sampai dengan tahun 2000.
3. Volume dan jumlah saham beredar bulanan selama periode 24 bulan sebelum dan setelah pengumuman *stock split*.
4. Turnover bulanan seluruh saham untuk *window* 4 tahun yang *matching* dengan periode turnover bulanan setiap perusahaan pemecah saham.
5. Harga saham penutupan (IHSI dan IHSG) harian periode pengamatan dan kurs dollar terhadap rupiah harian selama periode peristiwa.
6. Harga saham penutupan, IHSI dan IHSG satu bulan sebelum *stock split*, serta total aset pada satu tahun sebelum *stock split*.

Berikut ini adalah variabel-variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini yang masing-masing disertai dengan simbol dan definisinya:

1. **Turnover (TO_i)** didefinisikan sebagai volume perdagangan bulanan dibagi jumlah saham beredar pada bulan di mana volume perdagangan diukur.
2. **Perubahan Turnover (ΔTO)**: selisih rata-rata turnover bulanan setelah *split* dengan sebelum *split* dibagi rata-rata turnover bulanan sebelum *split*.
3. **Perubahan Turnover Adjusted (ΔTO_{adj})**: perubahan turnover yang disesuaikan (turnover change adjusted) dengan perubahan turnover pasar.
4. **Proporsi Kepemilikan institusi (IO_i)**: jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi akhir tahun dibagi jumlah saham yang beredar.
5. **Perubahan proporsi kepemilikan institusi (ΔIO)**: selisih rata-rata proporsi kepemilikan institusi tahunan setelah *split* dengan sebelum *split* dibagi rata-rata proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*.
6. **Institusional (IO_{pre1})**: proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusi pada satu tahun sebelum *split*.
7. **Size**: ukuran besar kecilnya perusahaan pemecah saham yang dihitung dengan log total aset, satu tahun sebelum pengumuman *split*.
8. **Log (p_j/p_m)**: log *price ratio* merupakan rasio harga akhir bulan pada satu bulan sebelum *split* terhadap rata-rata harga pasar pada satu bulan *split*.
9. **Perubahan Kurs** merupakan selisih antara kurs hari ke t dengan kurs hari ke t-1 dibagi kurs hari ke t-1 yang terjadi selama periode peristiwa.

10. **Abnormal return (AR)** dihasilkan dengan menggunakan metodologi *standard event study*, AR merupakan selisih antara *actual return* dan *expected rate of return*, *expected rate of return* diperoleh dengan:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} = *return* saham i pada hari ke t, selama 40 hari periode estimasi.

$$R_{it} = (IHSI_{it} - IHSI_{it-1}) / IHSI_{it-1}$$

R_{mt} = *return market* pada hari ke t, selama 40 hari periode estimasi.

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

α_i dan β_i adalah parameter yang akan diestimasi. Sedangkan ε_{it} adalah *error term* yang mempunyai nilai rata-rata sama dengan nol.

Expeced rate of return pada *event window*t: $E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$

$\hat{\alpha}_i$ dan $\hat{\beta}_i$ = parameter yang diperoleh dari OLS pada periode estimasi.

Abnormal return dihitung dengan rumus: $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$.

CAR, AAR dan CAAR diperoleh dengan rumus masing-masing sebagai berikut:

Tabel 2. Rumus Mencari CAR, AAR dan CAAR

CAR	AAR	CAAR
<i>cumulative abnormal return</i>	<i>Average abnormal return</i>	<i>Cumulative average abnormal return</i>
$CAR_i = \sum_{t=0}^{t=+5} AR_{it}$	$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^{i=n} AR_{it}}{n}$	$CAAR_t = \sum_{t=0}^{t=n} AAR_t$

Pengujian hipotesis 1a, 1b, 2a, 2b, 3a dan 3b dilakukan dengan menguji ada tidaknya perbedaan dua mean dan menguji signifikan tidaknya satu mean variabel. Teknik pengujian yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji hipotesis 1a dan 2a digunakan teknik *paired (dependent) t-test*. Hipotesis 3a diuji dengan teknik *one sampel t-test*.
2. Pengujian hipotesis 1b, 2b dan 3b menggunakan teknik *one sampel t-test*.
3. Pengujian hipotesis 1c, 2c dan 3c, diregresikan dengan *Ordinary Least Square (OLS)*.

Hasil regresi OLS ini, diuji terlebih dahulu validitas modelnya apakah asumsi-asumsi yang diperlukan terpenuhi atau tidak, yaitu pengujian linearitas model regresi atau ketepatan spesifikasi model regresi, normalitas error, heteroskedastisitas, autokorelasi dan multikolinearitas. Selain dengan penilaian secara teoritis, visual grafis dan indikator-indikator statistik, asumsi-asumsi tersebut dapat dideteksi dengan metode formal kuantitatif.

Tabel 3. Tipe Uji, Metode Uji dan Rujukan

Tipe Uji	Metode Uji	Rujukan**
Linearitas	Ramsey's RESET	(1) p.464
Normalitas	Kolmogorov-Smirnov	(2) p.73
Homoskedastisitas	Spearman's rho	(1) p.372
Autokorelasi	Durbin-Watson	(1) p.420
Multikolinearitas	VIF	(1) p.328, (2) p.193

** (1) Gujarati, Damodar N., 1995, *Basic Econometrics* 3rd ed., McGraw-Hill, New York.

(2) Hair, J.JR., Anderson, R.E., Tatham, R.L. dan Black, W.C., 1998, *Multivariate Data Analysis* 5th ed., Prentice-Hall, New Jersey.

Setelah tidak ada masalah dengan metode regresi, hasil regresi akan diuji signifikansi koefisien regresi (pengaruh) variabel independennya.

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Pola *Time Series* Turnover

Hasil pengujian perbedaan mean turnover antara sebelum *split* dan setelahnya ditemukan bahwa sebagian besar bulan-bulan setelah *split* memiliki tingkat turnover yang kecil dan tidak signifikan. Hal ini dimantapkan dengan hasil uji *one sample t-test* pada perubahan turnover yang menunjukkan bahwa turnover tidak berubah secara signifikan ($p\text{-value}=0,251$).

Secara keseluruhan, polanya menunjukkan bahwa terdapat bukti yang lemah pada kenaikan turnover yang kecil, hasilnya tidak mendukung secara kuat adanya dampak *split* pada likuiditas. Untuk menyelidiki kemungkinan ini, maka perlu diukur perubahan turnover bagi perusahaan pemecah saham kondisional pada proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi sebelum *split*.

Tabel 4. Rata-rata turnover bulanan dan perubahan turnover

Bulan ke-t	Rata-rata Sebelum <i>Split</i>	Rata-rata Setelah <i>Split</i>
1	0.083	0.093
2	0.119	0.079
24	0.027**	0.087
Perubahan Turnover		0.999

** penolakan kesamaan mean turnover sebelum dan setelah *split* pada level lima persen.

B. Perubahan Turnover Kondisional pada Kepemilikan Institusi

Hasil tabel 4.2 menunjukkan bahwa rata-rata perubahan turnover menurun secara monoton dari proporsi kelompok sampel rendah sampai pada kelompok sampel tinggi. Rata-rata perubahan turnover sampel perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah mengalami kenaikan signifikan sebesar 58,4 persen, sedangkan rata-rata perubahan turnover bagi perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang tinggi relatif tidak mengalami perubahan atau ada sedikit penurunan sebesar 2,5 persen.

Tabel 5. Rata-rata perubahan turnover

Proporsi kepemilikan institusi satu tahun sebelum <i>split</i>	Mean perubahan turnover	p-value	Jumlah sampel
Rendah ($p \leq 62,54$)	+0,584	0,045	18
Sedang ($62,54 < p < 69,94$)	-0,104	0,533	14
Tinggi ($p \geq 69,94$)	-0,025	0,926	18

(p) = batasan proporsi pada masing-masing kelompok sampel, dalam persen.

C. Regresi Perubahan Turnover

Secara keseluruhan, tabel 4.3 menerangkan bahwa terdapat tambahan likuiditas yang kuat dari adanya penurunan harga saham bagi perusahaan yang memecah sahamnya dan tambahan likuiditas tersebut hanya bisa diobservasi apabila ada pengkondisian pada kepemilikan institusi sebelum *split*.

Hasil analisis pada tabel 4.2 dan 4.3 memberi indikasi bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah menandakan adanya tambahan likuiditas. Hubungan antara proporsi kepemilikan institusi dan hasil volume ini diperkirakan dapat memberikan petunjuk berikutnya bahwa perubahan proporsi kepemilikan institusi akan mengikuti pola yang serupa. Untuk itu, selanjutnya akan ditinjau perubahan proporsi kepemilikan institusi secara parsial, kondisional pada sebelum *split* dan asosiasional dengan perubahan turnover.

Tabel 6. Hasil regresi perubahan turnover dan perubahan turnover adjusted

Variabel	Model			
	1	2	3	4
	ΔTO		ΔTO_{adj}	
Intercept	1,995 (0,007)	2,625 (0,302)	0,585 (0,000)	0,676 (0,231)
Size		-0,002 (0,795)		-0,004 (0,838)
IOPre1	-0,027 (0,012)	-0,027 (0,013)	-0,005 (0,010)	-0,005 (0,011)
R ²	0,126	0,127	0,121	0,121
F-pvalue	0,012	0,044	0,010	0,037
N	49	49	54	54

() = p-value

D. Pola Time Series Proporsi Kepemilikan Institusi

Tabel 7. Rata-rata proporsi kepemilikan institusi

Tahun ke-t	Rata-rata	
	Sebelum <i>split</i>	Setelah <i>split</i>
1	0.665	0.661
2	0.664	0.638
Perubahan	0.186	

Hasil pengujian perbedaan mean proporsi kepemilikan institusi antara sebelum *split* dan setelahnya tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan. Hasil uji *one sample t-test* pada perubahan proporsi kepemilikan institusi menunjukkan hal yang sama bahwa proporsi kepemilikan institusi tidak mengalami perubahan secara signifikan.

E. Perubahan Kepemilikan Institusi Kondisional pada Sebelum *Split*

Tabel 8. Rata-rata perubahan proporsi kepemilikan

Proporsi kepemilikan institusi Satu tahun sebelum <i>split</i>	Mean perubahan proporsi kepemilikan	p-value	Jumlah sampel
Rendah ($p \leq 62,60$)	+0,108	0,283	18
Sedang ($62,60 < p < 72,33$)	-0,027	0,646	17
Tinggi ($p \geq 72,33$)	-0,102	0,041	18

(p) = batas proporsi pada masing-masing kelompok sampel, dalam persen.

Tabel 4.5 memperlihatkan bahwa setelah perusahaan memecah sahamnya, proporsi kepemilikan institusi terlihat menaik tidak signifikan bagi perusahaan yang berproporsi sebelum *split* yang rendah. Sedangkan perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang tinggi mengalami penurunan yang signifikan pada proporsi kepemilikan institusinya.

Hasil analisis pada tabel 4.5 di atas sedikit berbeda dengan temuan pada perusahaan di NASD dan NYSE yang memperlihatkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah akan mengalami kenaikan proporsinya dan sebaliknya perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang tinggi tidak mengalami kenaikan. Perbedaannya terletak pada signifikansi kenaikan proporsi pada kelompok perusahaan yang sebelum *split*-nya berproporsi rendah. Perbedaan ini diperkirakan karena terdapat karakteristik yang berbeda pada proporsi kepemilikan institusi perusahaan-perusahaan di BEJ dan di NASD/NYSE. Pertama, rentang rata-rata proporsi kepemilikan institusi pada seluruh perusahaan di NASD/NYSE adalah 34% - 41%, sedangkan di BEJ adalah 62% - 67%. Kedua, rata-rata proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* di NASD/NYSE adalah 38,2% sedangkan di BEJ adalah 66,1%. Ketiga, median proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* di NASD/NYSE adalah 37,5% sedangkan di BEJ 68,5%.

F. Regresi Perubahan Turnover dan Perubahan Kepemilikan Institusi

Di bawah ini adalah hasil regresi *cross-sectional* yang menguji kemungkinan perubahan turnover perusahaan yang memecah sahamnya adalah fungsi dari persentase perubahan proporsi kepemilikan institusi.

$$\Delta TO = 0,198 + 0,008* (\% \Delta IO) \quad R^2 = 0,064$$

(*) signifikansi koefisien regresi pada level sepuluh persen.

Hasil dari regresi ini mengindikasikan bahwa adanya kenaikan (penurunan) pada likuiditas *split* diakibatkan oleh proporsi kepemilikan institusi yang menaik (menurun).

G. Pola *Abnormal Return*

Pada tabel di bawah nampak dari pengujian signifikansi *one sample t-test*, hanya terdapat satu pengamatan yang menunjukkan AAR yang berbeda secara signifikan dengan nol pada tingkat satu persen, yaitu AAR pada hari pertama setelah pengumuman sebesar 4,25 persen.

Tabel 9. *Average abnormal return* selama periode peristiwa.

Hari ke-	AAR	p-value
0	-.0024179896	.485
1	.0425109978	.000
5	-.0089659627	.315
Rata-rata t=0 s.d t=+5	.0076917674	.032

H. *Abnormal Return* Kondisional pada Proporsi Kepemilikan Institusi

Tabel 10. *Average abnormal return* dan CAAR

Hari ke-	Kelompok IOPre Rendah		Kelompok IOPre Tinggi	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR
0	-.0015948	-.0015948	-.0032412	-.0032412
1	.0389411***	.0373463	.0460808**	.0428396
5	-.0014156	.0703066	-.0040592	.0117948
Rata-rata t=0 s.d t=+5	.0086027*		.0067808	

*,**,*** menunjukkan signifikansi mean AR *split* pada level sepuluh, lima dan satu persen

Uji signifikansi *one sample t-test* pada AAR menunjukkan bahwa hanya pada t=+1 yang memiliki AAR yang positif dan signifikan baik pada kelompok sampel berproporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah (p-value=0,007) maupun yang tinggi (0,021) dan tingkat signifikansinya lebih kuat pada kelompok sampel berproporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah. Sedangkan pada rata-rata dari *abnormal return* sampel selama enam hari periode peristiwa memperlihatkan hanya pada kelompok yang berproporsi yang rendah yang positif dan signifikan (0,078).

Karena reaksi tersebut dapat terjadi selama beberapa hari, maka selain *average abnormal return*, untuk setiap kelompok saham juga dihitung *cumulative average abnormal return* (CAAR), yang merupakan penjumlahan *average abnormal return* (AAR) mulai dari t=0 hingga t=+5. CAAR menunjukkan total reaksi harga selama *event window*. Hasil analisis di atas secara keseluruhan dapat dikemukakan bahwa *abnormal return* yang positif dan signifikan hanya terdapat pada perusahaan pemecah saham yang sebelum *split*-nya memiliki proporsi saham institusi yang rendah, terutama pada rata-rata *abnormal return* selama periode peristiwa dan *abnormal return* pada *execution-date*.

I. Regresi *Abnormal Return*

Model 1 sesuai dengan dugaan yang diprediksi bahwa terdapat pengaruh negatif dari variabel proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* terhadap *abnormal return*, namun koefisien proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang diestimasi tidak signifikan. Pada model 2 dimasukkan variabel kontrol *price ratio* dan *size*, dan pada model 3, regresi memasukkan *price ratio*, *size* dan perubahan kurs sebagai variabel kontrol. Koefisien estimasi *price ratio* pada kedua model adalah negatif dan tidak signifikan, hasil negatif ini menunjukkan bahwa pasar kurang terkejut pada saat perusahaan dengan *price ratio* yang besar melakukan pemecahan saham.

Koefisien estimasi *size* pada model 2 dan 3 menunjukkan bahwa *abnormal return split* yang positif terjadi pada perusahaan besar namun tidak signifikan. Sedangkan perubahan kurs terlihat berpengaruh positif dan signifikan terhadap AR. Hasil

pemasukkan variabel kontrol tersebut tidak mengubah signifikansi koefisien proporsi kepemilikan institusi.

Tabel 11. Hasil regresi *abnormal return split*

Variabel	Model		
	1	2	3
	Abnormal Return		
Intercept	2,547 (0,109)	-1,730 (0,775)	-3,334 (0,572)
Perubahan Kurs			0,666 (0,050)
<i>Size</i>		0,140 (0,508)	0,212 (0,306)
Log (Pj/Pm)		-0,286 (0,443)	-0,115 (0,756)
IOPrel	-0,029 (0,216)	-0,029 (0,222)	-0,028 (0,224)
R ²	0,036	0,058	0,148
F-pvalue	0,216	0,489	0,172
N	44	44	44

() = p-value

V. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

A. Kesimpulan

Hasil penelitian ini memberikan beberapa bukti sebagai berikut:

1. Perusahaan dengan proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah mengalami kenaikan likuiditas yang signifikan, sedangkan perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang tinggi tidak mengalami kenaikan likuiditas.
2. Proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* berpengaruh negatif terhadap perubahan likuiditas. Hal ini memberi indikasi bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah menandakan adanya tambahan likuiditas.
3. Proporsi kepemilikan institusi mengalami penurunan pada perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang tinggi, dan tidak ada perubahan pada perusahaan yang memiliki proporsi sebelum *split* yang rendah.
4. Perubahan proporsi kepemilikan institusi mempunyai pengaruh positif terhadap perubahan likuiditas. Hasil ini memberi indikasi bahwa kenaikan (penurunan) likuiditas akibat pemecahan saham adalah bagian dari hasil kenaikan (penurunan) proporsi kepemilikan institusi.
5. Perusahaan yang proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* yang rendah akan memperoleh *abnormal return* positif, sedangkan perusahaan yang sebelum *split*-nya memiliki proporsi kepemilikan institusi yang tinggi, tidak terdapat *abnormal return* positif yang signifikan.
6. Proporsi kepemilikan institusi sebelum *split* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return*.

B. Rekomendasi

Beberapa hal berikut yang perlu perhatian bagi penelitian mendatang:

1. Penelitian berikutnya dapat dilakukan pada periode kondisi yang normal dan jumlah sampel yang lebih banyak agar validitasnya lebih baik.
2. Menggunakan data variabel proporsi kepemilikan institusi dengan rentang waktu yang lebih pendek agar mengisolasi dampak *split* secara lebih efektif.
3. Untuk memenuhi reliabilitas data yang baik dalam melihat reaksi pasar sebenarnya, tanggal pengumuman *stock split* ditentukan berdasarkan informasi paling awal atau yang pertama kali *direlease* perusahaan.
4. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan ukuran likuiditas lainnya, seperti: volume perdagangan (saja), nilai perdagangan, frekuensi perdagangan, hari perdagangan ataupun *bid-ask spread*.
5. Apabila data tiap variabel tersedia secara lengkap, sebaiknya menggunakan periode yang sepadan.
6. Pada analisis kausal antara *abnormal return* dengan proporsi kepemilikan institusi sebelum *split*, *price ratio*, *size* dan perubahan kurs dihasilkan koefisien determinasi yang rendah, berarti masih terdapat determinan *abnormal return* lainnya yang perlu dilibatkan untuk penelitian mendatang.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, H. Kent, dan Patricia L. Gallagher, 1980, Management's View of Stock Splits, *Financial Management* 9 (Summer), 73-77.
- Brennan, M.J. dan T.E. Copeland, 1988, Stock Splits, Stock Prices and Transaction Costs, *Journal of Financial Economics* 22 (Oct.), 83-101.
- Copeland, T.E., 1979, Liquidity Changes Following Stock Splits, *Journal of Finance* 37 (March), 115-142.
- Damodaran, A., 2001, Corporate Finance: Theory and Practice 2nd Edition. *New York, N.Y.: John Wiley & Sons*, 726-729.
- Dennis, P. dan D. Strickland, 1998, The Effect of Stock Splits on Liquidity: Evidence From Shareholder Ownership Composition, *Working Paper* (May), University of Virginia.
- Gompers, P.A., dan A. Metrick, 1997, Are The Hundred-Million-Dollar Managers Just Like Everyone Else? An Analysis of Stock Ownership of Large Institutions, *Working Paper* (Nov.).
- Grinblatt, M. S., R. W. Masulis, dan Sheridan Titman, 1984, The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends, *Journal of Financial Economics* 13 (Dec), 461-490.
- Husnan, Suad, 1996, Manajemen Keuangan –Teori dan Penerapan- (Keputusan Jangka Panjang), BPFE, Yogyakarta.
- Ikenberry, David L., Graeme Rankine, dan Earl K. Stice, 1996, What Do Stock Splits Really Signal ?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (Sept), 357-375.

- Lakonishok, Josef, dan Baruch Lev, 1987, Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When, *Journal of Finance* 42 (Sept.), 913-932.
- Lamoureux, Crhistopher G., dan Percy Poon, 1987, The Market Reaction to Stock Splits, *Journal of Finance* 42, 1347-1370.
- Maloney, Michael T. dan Mulherin, J. Harold, 1992, The Effect of Splitting on the Ex: A Microstructure Reconciliation, *Financial Management* 21 (Winter), 44-59.
- Mukherji, S., Y. Kim, and M. Walker, 1997, The Effect of Stock Split on The Ownership Structur of Firms, *Journal of Corporate Finance* 3, 167-188.
- Muscarella, C.J. dan M.R. Vetsuypens, 1996, Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR "Solo Splits", *Journal of Financial Economics* 42, 3-26.
- Szewczyk, Samuel H. dan Tsetsekos, George P., 2001, Why Stock Splits? Evidence From Institutional Ownership, *Working Paper*, www.ssrn.com