

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

Seperti telah dikemukakan sebelumnya bahwa tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui persistensi likuiditas pasar saham di BEI pada tahun 2019-2021. Untuk itu pada bab ini akan dikemukakan tiga hal. Pertama adalah statistik deskriptif selama periode pengamatan dari volume perdagangan saham dan rasio relatifnya terhadap saham yang tercatat dan diperdagangkan (*outstanding stocks*) menjadi *trading volume activity* (TVA) sebagai ukuran operasional dari konsep likuiditas saham di BEI. Bagian kedua akan memaparkan temuan berupa hasil pengujian secara statistik terhadap hipotesis yang dibangun. Sedangkan bagian ketiga adalah pembahasan terhadap temuan penelitian.

4.1. Statistik Deskriptif

Tabel 4.1. 1 Statistik Deskriptif BEI 2019-2021

		Descriptives					
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	Minimum	Maximum
tvol	2019	565	2088075.4425	5697552.43999	239697.83267	3.00	6.51E+7
	2020	565	3230952.4023	9026077.01263	379729.91389	4.00	1.18E+8
	2021	565	6372000.9922	19813662.26503	833567.03639	2.00	3.12E+8
	Total	1695	3897009.6123	13111860.28813	318478.01795	2.00	3.12E+8
out	2019	565	8872077257.3752	17077619257.97906	718460841.97554	7.00E+7	2.18E+11
	2020	565	9221833642.7504	18344605238.87768	771763342.80172	7.00E+7	2.63E+11
	2021	565	10389571256.2283	21461804235.97562	902904890.24042	7.00E+7	3.08E+11
	Total	1695	9494494052.1180	19050431876.76810	462721814.58629	7.00E+7	3.08E+11
tva	2019	565	1.4118195	8.38185117	.35262713	.00000	181.27083
	2020	565	2.1145958	9.65397732	.40614588	.00000	119.67146
	2021	565	2.7517435	9.87162783	.41530250	.00000	169.48070
	Total	1695	2.0927196	9.33621366	.22677017	.00000	181.27083

Sumber: Data, diolah (2022)

Tabel 4.1.1 menunjukkan *central tendency* dan simpangan volume perdagangan (*Trading Volume*, selanjutnya TVOL), saham beredar (*outstanding stocks*, selanjutnya OUT), dan TVA dari total sampel penelitian sebanyak 565 saham per tahun pengamatan selama periode 2019-

2021. Baik TVOL OUT, maupun TVA ke 565 sampel saham dari tahun ke tahun berubah dengan nilai rata-rata per tahun menunjukkan peningkatan. Simpangan baku dari tahun ke tahun juga berubah dengan kecenderungan meningkat mengikuti peningkatan rata-rata volume perdagangan maupun TVA.

Tabel 4.1. 2 *Analysis of Variance* TVOL, OUT, & TVA di BEI 2019-2021

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
tvol	Between Groups	5560423413136 113.000	2	2780211706568 056.500	16.467	.000
	Within Groups	2856735476720 33888.000	1692	1688377941324 07.750		
	Total	2912339710851 69980.000	1694			
out	Between Groups	7135439050907 52000000.000	2	3567719525453 76000000.000	.983	.374
	Within Groups	6140711653421 10600000000.0 00	1692	3629262206513 65600000.000		
	Total	6147847092472 01300000000.0 00	1694			
tva	Between Groups	507.605	2	253.803	2.918	.054
	Within Groups	147149.711	1692	86.968		
	Total	147657.316	1694			

Sumber: Data, diolah (2023)

Berdasarkan hasil uji statistik parametrik ANOVA pada Tabel 4.1.2 di atas diketahui bahwa mengindikasikan rerata saham beredar (OUT) dan selama periode 2019-2021 besarnya tiap tahun berbeda signifikan. Saham beredar (OUT) dan *trading volume activity* (TVA) antar tahun selama periode 2019-2021 besarnya berbeda tapi tidak signifikan secara statistik. Hal ini tampak pada probabilitas signifikansi OUT maupun TVA yang lebih besar daripada α tertentu, misalnya 5%, sehingga cukup bukti untuk menerima H_0 , bahwa rerata TVA tiap tahun adalah sama. Sebaliknya probabilitas signifikansi volume perdagangan (TVOL) adalah lebih kecil daripada α sebesar 5%, sehingga tidak cukup bukti untuk menerima H_0 , bahwa rerata TVOL tiap tahun adalah sama. Pengujian lanjutan ANOVA

menggunakan uji Tukey HSD (*Honestly Significant Difference*) dapat dilihat hasilnya pada Tabel 4.1.3 di bawah ini.

Tabel 4.1. 3 Uji Tukey HSD Variabel Berpasangan TVOL, OUT, & TVA di BEI 2019-2021

Tahun	Diff.	Lower	Upper	Prob. Adj.
Volume Perdagangan (TVOL)				
2020-2019	1135917	-676493.4	2948328	0.3055751
2021-2020	3013032	1200621.1	4825443	0.0002947
2021-2019	4148949	2336538.6	5961360	0.0000003
Saham Beredar (OUT)				
2020-2019	349756385	-2309040585	3008553356	0.9488679
2021-2020	1167737613	-1491059357	3826534584	0.5578313
2021-2019	1517493999	-1141302971	4176290969	0.3738077
Trading Volume Activity (TVA)				
2020-2019	0.7027764	-0.59875772	2.004310	0.4143205
2021-2020	0.6371472	-0.66438692	1.938681	0.4844594
2021-2019	1.3399235	0.03838944	2.641458	0.0418848

Sumber: Data, diolah (2023)

Peningkatan OUT antar tahun 2020-2019, 2021-2020, dan 2021 yang dibandingkan dengan yang beredar di dua tahun sebelumnya yakni 2019, adalah tidak signifikan secara statistik. Sementara peningkatan TVOL antar tahun 2020-2019 yang tidak signifikan secara statistik, tetapi TVOL tahun 2021-2020 dan 2021-2019 meningkat secara signifikan. Sebaliknya dengan TVA, hasil menunjukkan peningkatan TVA antar tahun 2020-2019 dan 2021-2020 adalah tidak signifikan, dan baru signifikan ketika perbandingan TVA antar tahun melompati satu tahun, yaitu antar tahun 2021-2019.

Perlu diperhatikan nilai maksimal TVA per tahun, dimana TVA maksimum tahun 2019 adalah yang tertinggi selama periode pengamatan. Hal ini wajar karena *breakout* COVID-19 mulai berlangsung di akhir tahun 2019. Indonesia dinyatakan resmi memasuki periode pandemi baru di kuartal I 2020 sehingga TVA maksimum 2020 anjlok karena bursa efek memasuki periode panik akibat ketidakpastian yang ditimbulkan oleh pandemi COVID-19. Mengandaikan *outstanding stocks* (OUT) berubah tidak signifikan maka TVA maksimum yang anjlok mungkin disebabkan pemegang saham-saham *blue-chips* dengan transaksi *market price* tinggi memilih untuk *wait and see*. Kemudian pada tahun 2021 TVA maksimum kembali meningkat dibandingkan 2020 meskipun belum pulih seperti di tahun 2019. Hal ini mengindikasikan pemegang saham-saham *blue-chips* dengan *market price* tinggi sudah tidak ketat lagi dalam menahan saham mereka karena sudah mulai ada ekspektasi positif terhadap prospek pasar walaupun masih tetap berhati-hati.

4.2. Temuan

Penelitian ini menindaklanjuti penelitian (Harsono, 1998), (Carlita, Wahyuningrum dan Harsono 2021), dan (Carlita 2021) yang menggunakan pendekatan statistik non parametrik karena non normalitas sebaran data likuiditas saham. Maka terlebih dahulu dilakukan pemeriksaan normalitas sebaran data secara formal dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* untuk mengetahui apakah data TVA berdistribusi normal atau tidak. Bila data TVA pada penelitian ini memang berdistribusi tidak normal seperti pada penelitian-penelitian terdahulu di atas maka pengolahan data selanjutnya akan menggunakan pendekatan statistik non parametrik. Hasil pengujian normalitas sebaran TVA tersebut ditampilkan pada Tabel 4.2.1 di bawah ini.

Tabel 4.2 1 Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Trading Volume Activity BEI 2019-2021

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		tva_2019	tva_2020	tva_2021
N		565	565	565
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	1.4118195	2.1145958	2.7517435
	Std. Deviation	8.38185117	9.65397732	9.87162783
Most Extreme Differences	Absolute	.433	.413	.390
	Positive	.361	.374	.336
	Negative	-.433	-.413	-.390
Test Statistic		.433	.413	.390
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c	.000 ^c	.000 ^c

Sumber: Data, diolah (2023)

Berdasarkan *asymptotic significance* dua sisi sebesar nol untuk statistik uji Kolmogorov-Smirnov, dapat disimpulkan bahwa data TVA selama periode pengamatan 2019-2020 berdistribusi tidak normal. Dengan demikian pengolahan data selanjutnya menggunakan pendekatan statistik non parametrik, seperti Kendall' *concordance W test* dan *Wilcoxon Signed Rank Test* menjadi dasar pertimbangannya.

Tabel 4.2 2 Uji Konkordansi Kendall W Trading Volume Activity BEI 2019-2021

Test Statistics

N	565
Kendall's W ^a	.136
Chi-Square	153.378
df	2
Asymp. Sig.	.000

a. Kendall's Coefficient of Concordance

Sumber: Data, diolah (2023)

Tabel 4.2.2 di atas menunjukkan nilai hasil pengujian statistik W konkordansi Kendall sebesar 0,136 dengan *chi-square* senilai 153,378 dan *asymptotic significance* sebesar 0,000. *Asymptotic significance* sebesar ini berarti menunjukkan tidak cukup bukti untuk menerima H₀, yaitu terdapat kesepakatan (konkordansi) di antara pemeringkat (*ratets*) TVA saham-saham di BEI tahun 2019-2021. Dalam penelitian ini pemeringkat (*ratets*) adalah tahun-tahun pengamatan yang berbeda. Tidak adanya cukup bukti untuk menerima H₀, maka H₀ ditolak untuk menerima hipotesis alternatif bahwa tidak ada kesepakatan (konkordansi) di antara pemeringkat TVA saham-saham di BEI 2019-2021. Sehingga dapat disimpulkan bahwa peringkat TVA saham-saham di BEI selama tiga tahun pengamatan tidak menunjukkan adanya pola tertentu atau dengan kata lain berpola acak. Namun, pengujian statistik W konkordansi Kendall hanya menguji ada atau tidaknya konkordansi peringkat saham selama tiga tahun pengamatan secara keseluruhan. Maka, untuk mengetahui ada tidaknya konkordansi TVA di antara satu tahun tertentu dengan tahun tahun yang lain, perlu dilakukan pengujian menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*.

Tabel 4.2 3 Wilcoxon Signed-Rank Test Trading Volume Activity BEI 2019-2021

Ranks				
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
tva_2020 - tva_2019	Negative Ranks	270 ^a	251.79	67983.00
	Positive Ranks	292 ^b	308.97	90220.00
	Ties	3 ^c		
	Total	565		
tva_2021 - tva_2020	Negative Ranks	173 ^g	268.43	46438.00
	Positive Ranks	389 ^h	287.31	111765.00
	Ties	3 ⁱ		
	Total	565		
tva_2021 - tva_2019	Negative Ranks	151 ^d	244.60	36934.00
	Positive Ranks	412 ^e	295.71	121832.00
	Ties	2 ^f		
	Total	565		

Sumber: Data, diolah (2023)

Pada Tabel 4.2.3 di atas tampak adanya perbedaan jumlah *positive* dan *negative rank*. Demikian juga dengan jumlah pasangan saham yang terindikasi *ties* (memiliki peringkat yang sama), walaupun sangat sedikit, juga berbeda dari tahun ke tahun yaitu antara dua sampai tiga saham saja. Nilai *positive rank* tersebut mewakili rata-rata peringkat saham tahun t lebih tinggi daripada peringkat saham tahun sebelumnya, $t-1$, mengikuti operasi matematis $a-b > 0$ bila $a > b$. Sebaliknya, nilai *negative rank* mewakili peringkat saham tahun t yang lebih rendah dibandingkan saham tahun $t-1$, mengikuti $a-b < 0$ bila $a < b$. Yang perlu diingat adalah bahwa peringkat yang lebih kecil, misal ke-1, justru lebih baik dari pada peringkat yang lebih besar, misal ke-10. Sehingga *positive ranks* dicontohkan oleh peringkat ke-10 di tahun t dari sebelumnya peringkat ke-1 di tahun $t-1$, yang berarti peringkatnya memburuk. Sedangkan contoh *negative ranks* misalnya

peringkat ke-1 di tahun t dari sebelumnya peringkat ke-10 di tahun $t-1$, yang berarti peringkatnya membaik.

Pasangan pertama yang diamati adalah perubahan peringkat TVA ke 2020 dari tahun 2019. Memasuki awal periode pandemi COVID-19 di tahun 2020 dari tahun 2019 ke-565 saham di BEI yang diamati menunjukkan kecenderungan perubahan peringkat TVA yang hampir berimbang. 270 (47,79%) saham mengalami *negative ranks* yang berarti naik peringkat, sedangkan 292 (51,68%) saham mengalami *positive rank* yang berarti turun peringkat. Perbandingan peringkat TVA yang turun dan yang naik hampir 50:50 ini ternyata tidak mengindikasikan kecenderungan perubahan peringkat dengan pola yang acak di periode 2019-2020. Hal ini disebabkan oleh signifikansi *asymptotic* dua-sisi statistik $Z -2,877$ *signed-rank* Wilcoxon adalah sebesar 0,004. Signifikansi *asymptotic* yang lebih kecil dari α tertentu, misal 5%, ini berarti tidak cukup bukti untuk menerima H_0 , bahwa tidak terdapat perbedaan di antara para pemeringkat (*raters*) data TVA. Maka H_0 ditolak untuk menerima hipotesis alternatif bahwa selisih peringkat ($\square\square\square_{2020} - \square\square\square_{2019}$) adalah tidak sama dengan nol atau, dengan kata lain, peringkat TVA tahun 2020 dan peringkat TVA tahun 2019 adalah berbeda secara signifikan.

Hal yang sama teramati pada saat BEI mulai memasuki periode pulihnya ekspektasi di tahun 2021 dari periode panik di tahun sebelumnya, 2020. Pada pasangan TVA tahun 2021 dan 2020 ini signifikansi asimtotik dua-sisi statistik $Z -8,507$ *signed-rank* Wilcoxon adalah sebesar 0,000. Sama seperti pada pasangan TVA sebelumnya, signifikansi asimtotik yang lebih kecil dari α tertentu, misal 5%, ini berarti tidak cukup bukti untuk menerima H_0 , maka H_0 ditolak. Dengan kata lain, peringkat TVA tahun 2021 dan peringkat TVA tahun 2020 adalah berbeda secara signifikan. Perbedaan yang teramati pada periode 2021-2020 ini dibandingkan periode sebelumnya 2020-2019 adalah adanya lebih banyak saham *positive ranks* ($n = 389$ atau 68,85%) yang berarti peringkat TVA-nya turun, dan sebaliknya ada lebih sedikit saham *negative ranks* yang berarti peringkat TVA-nya naik ($n = 173$ atau 30,62%).

Bila periode panik 2020 diabaikan dan dilakukan perbandingan peringkat TVA ke-565 saham di BEI antara periode mulai pulihnya ekspektasi di BEI (2021) dengan periode sebelum pandemi (2019) maka hasilnya adalah terdapat 151 (26,73%) saham *negative ranks* dan 412 (72,92%) saham *positive ranks* dengan signifikansi asimtotik dua-sisi statistik Z -8,507 *signed-rank* Wilcoxon sebesar 0,000. Sama seperti pada pasangan-pasangan peringkat TVA sebelumnya, H0 ditolak dan menerima hipotesis alternatif bahwa peringkat TVA tahun 2021 dan peringkat TVA tahun 2020 adalah berbeda secara signifikan.

Dari Tabel 4.2.3. ditemukan adanya lompatan nilai yang cukup besar antara *positive* dan *negative* dari masing-masing pasangan TVA, secara berurutan adalah 19, 213, dan 259 yang menggambarkan selisih perubahan peringkat saham. Apabila asumsi yang digunakan adalah semakin kecil nilai ranking berarti semakin tinggi tingkat *volume* trading saham tersebut, maka selisih ranking dari ketiga pasangan dengan dominasi ranking positif menginterpretasikan mayoritas saham tidak mengalami peningkatan *volume trading*. *Negative ranks* tertinggi dimiliki oleh pasangan TVA2020 - TVA2019, sehingga terdeteksi adanya peningkatan peringkat volume trading 270 saham.

Tabel 4.2 4 Inferensi Wilcoxon's Z Signed-Rank Test

Test Statistics^a

	tva_20 - tva_19	tva_21 - tva_20	tva_21 - tva_19
Z	-2.877 ^b	-8.507 ^b	-11.005 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.004	.000	.000

a. Wilcoxon Signed Ranks Test

b. Based on negative ranks.

Sumber: Data, diolah (2023)

Selaras dengan pengujian Kendall W hasil analisis Wilcoxon *Sign Rank Test* memiliki skor Z *negative* dengan *asymptotic significance* kurang

dari α dengan *confidence level* 95%. *Asymptotic significance* yang dihasilkan berturut-turut adalah 0,004; 0,000, dan 0,000. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak adanya cukup bukti untuk menerima H_0 di mana tidak adanya perubahan peringkat likuiditas saham-saham di BEI dari tahun ke tahun. Oleh karena itu, H_1 diterima yakni terdapat perubahan peringkat likuiditas saham di BEI dari tahun ke tahun yang mengindikasikan likuiditas tidak persisten.

4.3. Pembahasan

Penelitian ini merupakan tindak lanjut dari penelitian (Harsono, 1998), (Carlita, Wahyuningrum dan Harsono 2021), dan (Carlita 2022) yang mengamati likuiditas saham-saham di pasar yang berdistribusi Pareto seperti BEI (sebelumnya BEJ, Bursa Efek Jakarta). Ketiga penelitian di atas menggunakan TVA sebagai ukuran likuiditas pasar dari saham. TVA sendiri digunakan oleh (Amihud 2000) yang sebelumnya didahului oleh (Amihud dan Mendelson 1986) di mana ukuran (il)likuiditas pasar menggunakan *bid-ask spread*.

TVA sebagai ukuran likuiditas pasar dari saham menautkan TVOL relatif terhadap OUT. Temuan mengenai TVOL dan OUT selama periode 2019-2021 menunjukkan rerata TVOL cenderung meningkat dari tahun ke tahun. Peningkatan volume perdagangan, saham beredar maupun TVA ini mengindikasikan bahwa secara umum ke 565 saham yang diamati dari tahun ke tahun selama 2019-2021 semakin sering ditransaksikan. Namun peningkatan TVOL per tahun ini diikuti oleh simpangan yang juga meningkat dari tahun ke tahun. Artinya, dari masa pra pandemi (2019) ke masa pandemi (2020) berlanjut ke masa pemulihan dari pandemi (2021) terdapat kecenderungan peningkatan transaksi pada sebagian saham dan pada sebagian saham yang lain justru cenderung transaksinya relatif menurun. Apabila kedua statistik, rerata (*mean*) yang meningkat dan simpangan baku (*standard deviation*) yang juga meningkat direlatifkan menjadi satu *measure* yaitu *coefficient of variation* (CoV) (lihat pada

lampiran), maka teramati CoV dari TVOL menurun berturut-turut dari 0,36649 (2019), 0,35796 (2020), menjadi 0,32160 (2021). CoV dari TVOL ini menunjukkan kecenderungan TVOL dengan mengabaikan simpangan per tahunnya.

Kecenderungan penurunan CoV TVOL ini diduga karena aspek heterogenitas ekspektasi pelaku pasar yang memandang pasar secara pesimistik sehingga memutuskan untuk menjual saham-saham mereka sedangkan di sisi lain ada pelaku pasar dengan pandangan optimistik yang mendorong kesediaan untuk membeli saham pada periode pandemi COVID-19 tersebut. Sebaliknya, ada saham-saham yang cenderung kurang ditransaksikan. Kemungkinannya ada dua, saham-saham *blue-chips* yang masih ingin dipertahankan, atau saham-saham tidur yang memang tidak laku ditawarkan (Emeraldza, 2022).

Uji ANOVA pada tabel 4.1.2. menunjukkan rerata TVA dari tahun ke tahun adalah berbeda (meningkat) namun tidak signifikan secara statistik. Perbandingan antar tahun pengamatan yang signifikan hanya teramati antar tahun 2021 dengan tahun 2019, saat perbandingan melewati periode panik (2020). Namun, seperti telah dikemukakan sebelumnya bahwa perubahan posisi peringkat saham-saham antar periode lebih menjadi perhatian penelitian ini maka temuan statistik non parametrik menjadi lebih perlu mendapat perhatian.

Temuan penelitian ini mengindikasikan adanya fenomena perubahan likuiditas pasar saham akibat pandemi COVID-19. Ketika dilakukan pengelompokan perubahan TVA antar periode yang ditempatkan ke dalam empat kuadran bidang yang dibatasi oleh sumbu x dan y , masing-masing secara berurutan mewakili perubahan TVA 2020-2021 dan perubahan TVA 2019-2020, maka kedua sumbu akan menghasilkan empat kuadran sebagai berikut: Kuadran I mewakili perubahan x negatif dan y positif; Kuadran II mewakili perubahan keduanya negatif, Kuadran III mewakili perubahan x positif dan y negatif, dan Kuadran IV mewakili perubahan keduanya positif. Dari sebanyak 565 sampel saham yang diamati

dihasilkan pengamatan per kuadran sebagai berikut: Kuadran I sebanyak 215 saham (38,5%); Kuadran II sebanyak 56 saham (9,91%); Kuadran III sebanyak 117 saham (20,71%); dan Kuadran IV sebanyak 177 saham (31,33%). Ke-56 saham Kuadran II mungkin menjadi perhatian oleh investor karena merupakan saham-saham yang tidak hanya *survive* tetapi juga *thrive* selama periode pandemi COVID-19. Sebaliknya Ke-177 saham yang ada di Kuadran IV ini perlu dihindari investor di BEI karena mereka tidak *survive* dibandingkan keseluruhan saham yang lain.

Ke-177 saham Kuadran IV dan ke-56 saham kuadran II tersebut di atas menjadi bukti pendukung temuan (Kang & Wang, 2017) yang menyatakan adanya hubungan positif likuiditas di masa lampau dengan likuiditas di periode berikutnya, sehingga memiliki pola yang sama. Sedangkan 332 saham di Kuadran I (215) dan III (117) lebih menjadi bukti pendukung yang selaras dengan temuan Ernawati dan Herlambang (2020) yang menyatakan il-likuiditas saham berpengaruh *negatif* maupun *positif* dipengaruhi oleh periode pengamatan dan kondisi ekonominya.

Temuan penelitian ini mendapati fenomena terkait TVOL, yang menjadi komponen kalkulasi TVA, dengan TVA itu sendiri. Sebagai contoh, TVA PT Astra Graphia, Tbk. tahun 2019 ada di peringkat ke-29 dan turun ke peringkat 31 di tahun 2020. Dengan demikian ASGR memburuk peringkat TVA-nya walaupun dalam besaran meningkat dari 5,90920x (2019) menjadi sebesar 8,89128x (2020). Penurunan peringkat TVA pada saat besaran TVA ASGR meningkat ini bersifat relatif yang disebabkan oleh rerata TVA ke-595 saham di BEI yang diamati mengalami peningkatan dari 1,41182x (2019) menjadi 2,11460 (2020). Fenomena semacam ini ditengarai sebagai posisi relatif berganda. Pertama, TVOL direlatifkan terhadap OUT. Kedua, TVA yang merupakan hasil relatif TVOL terhadap OUT, direlatifkan terhadap keseluruhan TVA per periode pengamatan. Penelitian lebih lanjut mengenai fenomena ini diserahkan kepada peneliti selanjutnya.