

Antisipasi

FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS SANATA DHARMA YOGYAKARTA

KEPEMIMPINAN DALAM ORGANISASI:
PERDEBATAN PERAN PEMIMPIN TERHADAP KINERJA ORGANISASI
Fr. Ninik Yudianti

PERSEPSI MAHASISWA MENGENAI PENGARUH TOTAL QUALITY MANAGEMENT
DALAM PENINGKATAN KINERJA KUALITAS SISTEM INFORMASI
Lisia Apriani

MENGKRITISI PETUNJUK PENGISIAN SPT TAHUNAN PAJAK PENGHASILAN WAJIB
PAJAK ORANG PRIBADI YANG TIDAK MELAKUKAN KEGIATAN
USAHA ATAU PEKERJAAN BEBAS
YF. Gien Agustinawansari

PENERAPAN KONSEP SERVQUAL
UNTUK MENGUKUR KUALITAS JASA PENDIDIKAN TINGGI
A. Yudi Yuniarto

EVALUASI TERHADAP ALTERNATIF-ALTERNATIF PENILAIAN KINERJA
PERUSAHAAN
Agustinus Heri Nugroho

BID-ASK SPREAD DI PASAR DENGAN DAN TANPA MARKET MAKER
Lukas Purwoto

ANALISIS KEBIJAKAN 'EXIT STRATEGY'
DARI INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF)
Josephine Wuri

PENGARUH TRANSFORMASI EKONOMI TERHADAP KONVERGENSI PRODUK
DOMESTIK REGIONAL BRUTO RIIL PER KAPITA DI INDONESIA: STUDI KASUS
DI 26 PROPINSI TAHUN 1977-1997
Dionysius Desembriarto

Antisipasi adalah majalah ekonomi, manajemen, dan akuntansi, dan diterbitkan oleh Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma, 2 (dua) kali setahun. Majalah ini memuat tulisan-tulisan tentang ekonomi, manajemen dan akuntansi, baik dalam bentuk laporan penelitian, tinjauan praktis, maupun pembahasan kepustakaan.

Antisipasi menerima sumbangan karangan, dan kepada penyumbanganya disediakan imbalan yang memadai. Redaksi berhak mengadakan perubahan untuk karangan yang dimuat, sejauh tidak mengubah isinya. Karangan yang dimuat tidak selalu mencerminkan pendapat dan pandangan Redaksi. Karangan yang dimuat tidak boleh diterjemahkan atau diperbanyak tanpa izin tertulis dari Redaksi.

DEWAN REDAKSI

- Pelindung : Rektor Universitas Sanata Dharma
- Penanggungjawab : Dekan Fakultas Ekonomi, Universitas Sanata Dharma
- Pengarah/Penasihat : Prof. Dr. Dibyo Prabowo, M.Sc.
Dr. Nopirin, M.A.
Dr. T. Hani Handoko, M.B.A
- Pemimpin Redaksi : Drs. T. Odong Kusumajati, M.A.
- Redaktur Pelaksana : A. Budi Susila, S.E.
Drs. Hendra Poerwanto G., M.Si.
Drs. F.A. Joko Siswanto, M.M., Akt.
- Sekretaris Redaksi : A. Yudi Yuniarto, S.E., M.B.A.
- Bagian Distribusi
/Sirkulasi : M. Heni Widyawardhani
- Bagian Administrasi : M. Heni Widyawardhani
- Bagian Layout : F. Apriyanto

ALAMAT REDAKSI

*Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma
Mrican, Tromol Pos 29 Yogyakarta 55002
Telp.(0274) 513301 Ext. 1547*

DAFTAR ISI

Kata Pengantar

Kepemimpinan Dalam Organisasi: Perdebatan Peran Pemimpin Terhadap Kinerja Organisasi Fr. Ninik Yudianti	171 – 183
Persepsi Mahasiswa Mengenai Pengaruh Total Quality Management Dalam Peningkatan Kinerja Kualitas Sistem Informasi Lisia Apriani	184 – 196
Mengkritisi Petunjuk Pengisian SPT Tahunan Pajak Penghasilan Wajib Pajak Orang Pribadi Yang Tidak Melakukan Kegiatan Usaha Atau Pekerjaan Bebas YF. Gien Agustinawansari	197 – 211
Penerapan Konsep SERVQUAL Untuk Mengukur Kualitas Jasa Pendidikan Tinggi A. Yudi Yuniarto	212 – 225
Evaluasi Terhadap Alternatif-alternatif Penilaian Kinerja Perusahaan Agustinus Heri Nugroho	226 – 242
Bid-Ask Spread Di Pasar Dengan Dan Tanpa Market Maker Lukas Purwoto	243 – 256
Analisis Kebijakan 'Exit Strategy' Dari International Monetary Fund (IMF) Josephine Wuri	257 – 264
Pengaruh Transformasi Ekonomi Terhadap Konvergensi Produk Domestik Regional Bruto Riil Per Kapita Di Indonesia: Studi Kasus Di 26 Propinsi Tahun 1977-1997 Dionysius Desembriarto	265 – 278
Biodata Penulis	279 – 280

BID-ASK SPREAD DI PASAR DENGAN DAN TANPA MARKET MAKER

Lukas Purwoto
Staff Pengajar Jurusan Manajemen
Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma

Abstract

Bid-ask spread of securities is an important attribute for investors and stock markets. What is the bid-ask spread? What determines it? This paper reviews theoretical and empirical studies of the bid-ask spread in different architecture of the stock markets: with and without market maker. This paper also discusses the implication of the bid-ask spread for investors and stock markets.

Keyword: bid-ask spread, limit order, market maker.

1. Pendahuluan

Bid-ask spread merupakan atribut penting dalam pasar saham dan sekuritas. Awal mula studi teoritis dan empiris terhadap *bid-ask spread* dilakukan di pasar saham dengan keberadaan *market maker* yang diwajibkan oleh pasar saham seperti di New York Stock Exchange dengan satu *market maker (specialist)* dan di Nasdaq dengan banyak *market maker (dealer)*. Di pasar dengan *market maker*, *bid-ask spread* ditetapkan oleh *market maker* sehingga studi *bid-ask spread* di pasar ini melibatkan peran *market maker*.

Dua puluh tahun terakhir ini, perhatian akademisi telah meningkat pada pasar saham yang didesain secara berbeda yaitu tanpa keberadaan *market maker*. Di pasar tanpa *market maker* seperti Bursa Efek Jakarta, *bid-ask spread* ditetapkan oleh para pedagang publik melalui perdagangan *limit order*. Maka studi *bid-ask spread* di pasar saham ini tidak melibatkan peran *market maker*.

Beberapa *review* terdahulu telah tersedia guna memper-oleh pemahaman mengenai *bid-ask spread*. Madhavan (2002) membahas area yang lebih luas dengan *bid-ask spread* termasuk

didalamnya, yaitu *market microstructure*: studi bagaimana permintaan laten investor diterjemahkan ke dalam harga dan volume. Sedangkan Callahan, Lee, dan Yohn (1997) meninjau hubungan antara *bid-ask spread* dan informasi akuntansi. Akan tetapi, kedua artikel terdahulu ini lebih memfokuskan bahasan *bid-ask spread* di dalam lingkungan pasar saham dengan keberadaan *market maker*.

Artikel ini membahas *bid-ask spread* yang juga men-cakup di pasar saham tanpa *market maker*. Ini dimulai dengan meninjau keberadaan *bid-ask spread*, kemudian mensurvei studi-studi teoritis dan empiris di kedua arsitektur pasar yang berbeda, dan akhirnya menyampaikan implikasi-nya bagi investor dan pasar saham. Pemisahan ditonjolkan karena pengertian *bid-ask spread* adalah tidak persis sama antara di pasar dengan dan tanpa *market maker*. Selain itu, banyak studi empiris di pasar tanpa *market maker* menggunakan tidak adanya *market maker* sebagai alasan studinya dan menguji apakah hasilnya juga sejenis dengan hasil studi di pasar dengan *market maker*.

2. Bid-Ask Spread di Pasar Dengan Market Maker

Apakah *bid-ask spread* itu? Di dalam sistim *dealer market* seperti di Nasdaq dan London Stock Exchange, *quotation* selalu diberikan dari perspektif *market maker*, yang memang diwajibkan oleh pasar saham untuk menyediakan layanan *market making*. *Market maker* menerapkan *quotation* dua sisi: harga beli yang mau dibayarnya (*bid price*) sekaligus harga jual yang bersedia diterimanya (*ask price*). Sebagai contoh, saham XYZ diquote oleh suatu *dealer* pada harga *bid* 10 dan harga *ask* 15. Dari quote ini, investor membeli saham XYZ pada harga *ask* 15 atau menjualnya pada harga *bid* 15. Perbedaan antara harga *ask* dan harga *bid* sebesar 5 disebut *bid-ask spread*.

Bid-ask spread dapat sama atau berbeda antar saham dan antar titik waktu pada saham yang sama. Apa yang menentukannya? Analisis *bid-ask spread* di pasar saham diawali oleh Demsetz (1968, dalam Madhavan, 2002 dan Callahan, Lee, dan Yohn, 1997). Literatur awal ini menggam-barkan peran *market maker* dalam memberikan layanan "*immediacy*" kepada pasar. Dalam menyediakan layanan ini, *market maker* menanggung biaya-biaya transaksi seperti biaya pencatatan dan pemrosesan order. Disini *bid-ask spread* merupakan *mark-up* yang ditetapkan oleh

market maker untuk mengkompensasinya yang dapat menutup biaya transaksi. Karena biaya-biaya transaksi ini adalah relatif tetap, maka kontribusinya terhadap besarnya *bid-ask spread* suatu saham seharusnya mengecil dengan semakin besarnya volume perdagangan.

Dalam perkembangan literatur *market microstructure*, *bid-ask spread* dipahami lebih dari sekedar sebagai pengom-pensasi bagi *market maker*. Selain fungsi utama sebagai penyedia *immediacy*, *market maker* juga mengambil peran aktif dalam penetapan harga *quote* dan penyesuaian *spread*-nya. Teori yang menunjukkan bahwa *market maker* menye-suaikan *spread* dalam rangka merespon fluktuasi tingkat persediaannya disebut model persediaan (*inventory model*). Salah satu pelopor awal adalah Stoll (1978a) yang menjelaskan bahwa dengan menyediakan likuiditas kepada investor, *market maker* menerima risiko penyimpangan preferensi portfolionya. *Bid-ask spread* adalah paling kecil ketika *dealer* sedang berada pada persediaan yang diinginkan dan *spread* melebar ketika penyimpangan persediaan tumbuh lebih besar.

Model persediaan mendapat saingan dari model infor-masi asimetri (*asymmetric information model*). Model informasi asimetri dimunculkan mula-mula oleh Bagehot (1971), Copeland dan Galai (1983), dan Glosten dan Milgrom (1985) [dalam Madhavan, 2000 dan Callahan, Lee, dan Yohn, 1997]. Pedagang dibedakan antara *liquidity motivated traders* (pedagang yang bertransaksi saham tanpa mempunyai kelebihan informasi privat atau superior) dengan *informed traders* (pedagang yang memiliki informasi privat mengenai nilai mendatang). Konsep *informed traders* berbeda dengan *insider*, yang sering dikaitkan dengan orang anggota perusahaan. Model informasi asimetri menunjukkan bahwa *market maker* menyesuaikan lebarnya *bid-ask spread* dengan maksud untuk menutup kerugian berdagang dari *informed traders* (yang tentunya hanya mau berdagang bila menguntungkan) dengan keuntungan berdagang dari *liquidity traders*. Perdagangan saham pada derajat informasi asimetri yang semakin besar mengakibatkan melebarnya *bid-ask spread*.

Dengan demikian, teori-teori *bid-ask spread* di dalam sistem pasar dengan *market maker* mengimplikasikan bahwa *bid-ask spread* yang diquote *dealer* mengandung komponen atau harus menutup tiga biaya yaitu: biaya pemrosesan order (*order processing cost*), biaya persediaan (*inventory holding cost*), dan

biaya informasi asimetri/seleksi lawan (*asymmetric information/adverse selection cost*). Biaya pemrosesan order menyatakan biaya yang berhubungan langsung dengan penyediaan layanan *market making* seperti biaya pencatatan dan eksekusi transaksi, fee pada pasar saham, waktu dan tenaga yang dikeluarkan *market maker*, dan biaya-biaya lain untuk menjalankan bisnis. Sedangkan biaya persediaan menyatakan biaya yang disyaratkan untuk mengkompensasi *dealer* sehubungan dengan risiko pengakumulasi persediaan yang tidak diinginkan. Dan yang terakhir, biaya informasi asimetri menyatakan komponen yang muncul untuk memproteksi *dealer* dari risiko kerugian berdagang dengan *informed trader*. Teori-teori *bid-ask spread* dan ketiga komponennya menjadi acuan utama berbagai penelitian sampai saat ini seperti studi terakhir oleh Bollen, Smith, dan Whaley (2003) di Nasdaq.

3. Bid-Ask Spread di Pasar Tanpa Market Maker

Di berbagai pasar saham dunia lainnya, desain pasar yang dipilih adalah berbeda, yaitu tanpa keberadaan *market maker* yang diwajibkan menyediakan layanan *market making*. Pasar dengan mekanisme tanpa *market maker* ini disebut *order-driven market*. Sebagian darinya adalah Paris Bourse, Australian Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange, Kuala Lumpur Stock Exchange, Taiwan Stock Exchange, Singapore Stock Exchange, dan Stock Exchange of Hong Kong. Mekanisme perdagangan saham tanpa *market maker* yang diwajibkan juga diterapkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Kenyataannya, dari 37 pasar modal terkemuka di luar Amerika dan Kanada, hanya ada 3 yang menggunakan sistem *market maker*; 34 lainnya mempercayakan pada *order-driven market* dengan mekanisme tanpa keberadaan *market maker* (dalam Ahn dan Cheung, 1999).

Di dalam *electronic order-driven market*, investor/pedagang publik mempunyai dua pilihan dasar cara berdagang yaitu dengan memasang order atau mengambil order. Investor memasang order dengan menggunakan *limit order* untuk membeli (*bid*) atau menjual saham (*ask*) pada suatu harga dan kuantitas tertentu. Di pihak lain, investor dapat mengambil order dengan menyepakati untuk berdagang pada *limit order* yang ada. Cara ini disebut sebagai *market order* (catatan: *market order* selalu dianggap sebagai *limit order* di dalam *electronic book* melalui JATS di BEJ). Investor

memasang *limit order* dan menunggu dengan harapan terjadi transaksi. Di pihak lain, investor secara pasti bertransaksi dengan menggunakan *market order* untuk membeli saham pada harga *ask* atau menjual pada harga *bid* dari *limit order*. Dengan demikian di dalam *electronic order-driven market*, perdagangan dapat terjadi dari dimulainya keberadaan pedagang publik yang memasang *limit order*.

Tinic and West (1974) adalah yang pertama kali menunjukkan bahwa tanpa *dealer*, *bid-ask spread* tidak mengukur margin yang diperoleh *market maker*. *Quotation* berasal dari harga *bid* (*limit order* beli) tertinggi dan harga *ask* (*limit order* jual) terendah yang tersedia antar seluruh partisipan pasar pada satu titik waktu. Perbedaan antara kedua harga order ini disebut *bid-ask spread*. Karena *spread* ditentukan tidak oleh *market maker* tetapi oleh seluruh partisipan pasar, maka *bid-ask spread* sering disebut *market spread*. Aitken dan Frino (1996) mendefinisikan sebagai berikut "*Market bid ask spread is the difference between the lowest ask and highest bid associated with unexecuted orders submitted to the market at any point in time*".

Sebagai contoh pada waktu penutupan BEJ tanggal 30 dan 31 Agustus 2000, observasi terhadap harga order beli (*bid price*) untuk saham PT Telkom Tbk adalah Rp2.945,00 dan Rp2.890,00, sedangkan untuk saham PT Mas Murni Indonesia Tbk adalah Rp65,00 dan Rp70,00. Harga order jual (*ask price*) untuk saham PT Telkom Tbk adalah Rp2.955,00 dan Rp2.910,00, sedangkan untuk saham PT Mas Murni Indonesia Tbk adalah Rp70,00 dan Rp75,00. Dengan demikian pada dua titik waktu ini, *bid-ask spread* saham PT Telkom Tbk adalah $\text{Rp2.955,00} - \text{Rp2.945,00} = \text{Rp10}$ dan $\text{Rp2.910,00} - \text{Rp2.890,00} = \text{Rp20,00}$. Sedangkan *bid-ask spread* saham PT Mas Murni Indonesia Tbk adalah $\text{Rp70,00} - \text{Rp65,00} = \text{Rp5,00}$ dan $\text{Rp75,00} - \text{Rp70,00} = \text{Rp5,00}$. Di dalam *order-driven market*, *bid-ask spread* juga dapat sama atau berbeda antar saham pada titik waktu yang sama dan antar titik waktu pada saham yang sama. Siapa yang menetapkan ini? Ini adalah para investor publik yang memasang *limit order*.

Teori-teori *bid-ask spread* yang dibahas pada sub bahasan sebelumnya dibangun dari sudut pandang *market maker*. Minat perhatian akademisi semakin bertambah pada sistem *order-driven market*. Teori-teori *dealer spread* diperluas ke dalam perdagangan *limit order* dan *order-driven market*. Tinic and West (1974) sejak

awal telah menyatakan bahwa *bid-ask spread* memberikan suatu taksiran nilai "*immediacy*" pada pedagang yang ingin bertransaksi saham tanpa menunggu sehingga mengukur *marketability* (likuiditas) saham. Namun pengertian ini hanya dari satu sudut pandang *market order* yang belum mencakup *limit order*.

Cohen, Maier, Schwartz, dan Whitcomb (1981) mengembangkan model "*gravitational pull*" dari *limit order* untuk menjelaskan kapan seorang pedagang akan menggunakan *limit order* atau *market order*. Ketika *bid-ask spread* mengecil, perbaikan harga bagi *limit order* adalah juga mengecil, menyebabkan lebih banyak pedagang menyukai eksekusi pasti melalui *market order*. Akan tetapi, dengan berpindahnya para pedagang dari *limit order* ke *market order*, *spread* menjadi melebar, menyebabkan penggunaan *limit order* menjadi lebih menarik karena kemungkinan eksekusi harga yang lebih baik. Studi terakhir Foucault, Kadan, dan Kandel (2003) menunjukkan bahwa investor menghadapi adanya *trade off* antara biaya menunggu dan biaya *immediacy*. Mereka berargumentasi bahwa pedagang sabar memasang *limit order* lebih agresif untuk mengurangi waktu menunggu. Konsekwensinya, *spread* menurun lebih cepat.

Studi-studi juga menunjukkan bahwa pengaruh informasi asimetri tidaklah unik di dalam *dealer market* tetapi juga ada di dalam *order-driven market*. Handa dan Schwartz (1996) memodelkan rasionalitas dan profitabilitas perdagangan *limit order* dan menunjukkan bahwa pilihan antara *limit order* dan *market order* tergantung pada keyakinan investor mengenai probabilitas *limit order*nya dieksekusi dengan *liquidity trader*. Glosten (1994) membedakan pedagang dalam dua kelompok yaitu pedagang sabar dan pedagang urgen. Pedagang sabar memasang *limit order* dan menyediakan likuiditas di pasar, sementara pedagang urgen menggunakan *market order* dan mengkonsumsi likuiditas. Dalam kerangka ini, *informed investors* sangat mungkin merupakan pedagang urgen daripada pedagang sabar. Namun secara berlawanan, Bloomfield, O'Hara, dan Saar (2002) menunjukkan bahwa *informed traders* menggunakan lebih banyak *limit order* dibanding *liquidity traders*. Apapun, semua studi teoritis ini menunjukkan adanya pengaruh informasi asimetri di pasar tanpa *market maker*.

Sebagai tambahan diskusi, diantara sistem *dealer market* dan *order-driven market* terdapat *hybrid market* seperti New York

Stock Exchange (NYSE). Di NYSE, likuiditas disediakan oleh keduanya baik satu *market maker* (*specialist*) maupun pedagang publik melalui *limit order*. Di dalam *limit-order book*nya, *specialist* diwajibkan untuk menetapkan harga *bid* dan *ask* terbaik yang berasal dari investor *limit order*. Dengan demikian *bid-ask spread* dalam sistim ini ditentukan oleh keduanya yaitu *market maker* (*specialist*) dan investor *limit order*.

Siapakah yang terbesar dalam menyumbang keberada-an *bid-ask spread* di *hybrid market*? Chung, Van Ness, dan Van Ness (1999a) menguji secara empiris pengaruh *limit order* terhadap *spread* NYSE. Mereka menemukan bahwa mayoritas *bid-ask quote* merefleksikan keterlibatan pedagang *limit order*. *Specialist* cenderung meng-*quote* lebih aktif hanya untuk saham-saham volume rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan fakta bahwa *specialist* sebenarnya berpartisipasi kurang dari 20% perdagangan dengan 80% likuiditas disediakan oleh pedagang lain melalui *limit order*. Ini berarti *limit order* memainkan peran signifikan dalam menurunkan *bid-ask spreads*.

4. Studi Empiris Bid-Ask Spread

Teori-teori yang telah didiskusikan pada sub bahasan sebelumnya merupakan basis utama yang mendasari studi-studi empiris mengenai *bid-ask spread*. Studi empiris *bid-ask spread* awalnya memfokuskan pada studi penentu *spread* dalam konteks *cross-sectional*. Di pasar dengan *market maker*, Stoll (1978b) di Nasdaq, McNish dan Wood (1992) di NYSE, dan Menyah dan Paudyal (1996) di London Stock Exchange menemukan bahwa *bid-ask spread* dipengaruhi oleh volume perdagangan, harga saham, dan volatilitas. Di pasar tanpa *market maker*, Tinic dan West (1974) di Toronto Stock Exchange dan Aitken dan Frino (1996) di Australian Stock Exchange juga menemukan bahwa: *bid-ask spread* = f (volume, harga, volatilitas). Saham yang kurang aktif diperdagangkan menghasilkan *spread* lebih besar karena lebih kecil probabilitas eksekusi membuat tidak menarik penggunaan *limit order* dan risiko posisi persediaan menjauh dari yang diinginkan adalah kecil. *Spread* adalah lebih besar pada saham lebih berisiko (volatilitas tinggi), dan *spread* berhubungan dengan harga diasosiasikan pada penyeimbangan biaya transaksi dan pengaruh diskret dari harga.

Studi penentu *bid-ask spread* sebelumnya adalah pada konteks *cross-sectional* antar saham yang menghasilkan hubungan negatif antara *spread* dan volume. Namun dalam konteks *time-series*, studi empiris Lee, Mucklow, dan Ready (1993) memperlihatkan hubungan positif bahwa *spread* cenderung melebar setelah periode volume perdagangan lebih besar. Hasil ini konsisten dengan salah satu prediksi teori informasi asimetri bahwa volume perdagangan merupakan sinyal datangnya informasi. Temuan ini juga menyepakati Admati dan Pfleiderer (1988) yang memodelkan bahwa *liquidity trader* lebih suka berdagang pada saham-saham yang mempunyai biaya perdagangan (*spread*) rendah. Namun banyaknya *liquidity trading* akan menarik masuknya *informed traders*, yang akibatnya berpengaruh negatif terhadap *spread* saham.

Sebagian studi empiris *time-series* lainnya memfokuskan pada perilaku *bid-ask spread* selama satu hari perdagangan (pola *intraday*). Di NYSE, McNish dan Wood (1992) dan Lee, Mucklow, dan Ready (1993) menemukan bahwa *bid-ask spread* selama satu hari perdagangan memperlihatkan pola bentuk U. *Spread* adalah lebih besar pada permulaan hari perdagangan, kemudian *spread* menurun, dan selanjutnya meningkat kembali pada waktu penutupan. Pola *bid-ask spread* bentuk U tidaklah unik di pasar dengan keberadaan *specialist* tetapi juga ditemukan di *order-driven market* oleh Lehmann dan Modest (1994) di Tokyo Stock Exchange dan Ahn dan Cheung (1999) di Stock Exchange of Hong Kong. Sehubungan masalah informasi asimetri di seputar waktu pembukaan dan penutupan adalah besar, maka *spread* adalah lebih besar pada waktu pembukaan dan penutupan. Pedagang *limit order* menjaga lebarnya *spread* untuk menghindarkan kerugian dari perdagangan dengan *informed trader*.

Pemahaman bahwa *bid-ask spread* mengandung tiga komponen/biaya menarik banyak penelitian untuk mengestimasi berapa besar masing-masing ketiga komponen/biaya. Dengan menggunakan data harga transaksi dan *quotation* harga, Stoll (1989) memisahkan ketiga komponen *bid-ask spread* dari sekitar 800 perusahaan Nasdaq/NMS. Hasilnya adalah biaya pemrosesan order menghitung 47 persen dari *spread*, diikuti biaya informasi asimetri sebesar 43 persen, dan akhirnya paling kecil biaya persediaan sebesar 10 persen. Dari lingkungan *order-driven market*, Brockman dan Chung (1999) mengestimasi komponen *bid-ask spread* untuk 345 saham perusahaan di Stock Exchange

of Hong Kong dari 1 Mei 1996 sampai 29 Agustus 1997. Studi ini menemukan bahwa komponen informasi asimetri/*adverse selection* (nilai median adalah 33 persen dari *spread*) adalah positif dan signifikan untuk 343 dari seluruh 345 perusahaan sampel. Komponen pemrosesan order (nilai median adalah 45 persen) adalah positif dan signifikan untuk seluruh 345 perusahaan. Sedangkan Declerk (2000) meneliti *bid-ask spread* dalam lingkungan *limit order-driven market* di Paris Bourse. Mereka menemukan bahwa komponen pemrosesan order (82%) adalah terbesar relatif terhadap komponen informasi asimetri (10,12%) dan komponen persediaan (8,34%). Merangkum semuanya, studi-studi ini terlihat menyarankan bahwa biaya pemrosesan order dan informasi asimetri menjadi komponen utama *bid-ask spread*. Namun akhirnya dari *emerging market*, Hanousek dan Podpiera (2000) menunjukkan hasil empiris dari Prague Stock Exchange di Czech Republic. Mereka menemukan komponen informasi asimetri hanyalah sebesar 14% dari *spread*. Temuan ini menyarankan pentingnya relatif informasi asimetri sebagai penentu *spread* adalah kecil di *emerging market*.

Sebagian studi mencurigai perbedaan desain pasar mempengaruhi *bid-ask spread*. Christie dan Schultz (1994) menemukan bahwa para *dealer* di Nasdaq secara sistematis menghindari penggunaan *bid-ask spread* $1/8$ yang ganjil ($1/8$, $3/8$, $5/8$, $7/8$). Mereka menyimpulkannya sebagai kolusi antar *market maker* di Nasdaq. Temuan ini menambah bukti lebih tingginya biaya perdagangan saham di Nasdaq yang juga ditemukan penelitian-penelitian sebelumnya. Hasil-hasil empiris ini bertentangan dengan maksud Nasdaq yang mendesain pasar banyak *market maker* untuk menghasilkan *bid-ask spread* yang kecil melalui persaingan antar *dealer*. Chung, Van Ness, dan Van Ness (1999b) membandingkan *bid-ask spread* antara NYSE dan Nasdaq pada tahun 1991. Mereka menemukan bahwa rata-rata *spreads* Nasdaq adalah 49% lebih besar daripada di NYSE, dan *spread* dari *specialist* NYSE adalah signifikan lebih besar daripada *spread* dari *limit order*. Dan yang menarik, pada tahun 1997, Nasdaq menerapkan aturan SEC yang mensyaratkan *market maker* untuk menampilkan *limit order* investor di dalam *quote*nya ketika harganya lebih baik daripada *market maker quote*. Beberapa studi empiris (dalam Declerck, 2000) melaporkan bahwa peristiwa ini memperkecil *bid-ask spread* dan penghematan bahkan ditaksir sekitar \$1,6 juta per hari. Dengan demikian, studi-

studi ini semua menyarankan bahwa *bid-ask spread* adalah penting bagi pasar saham, dan *limit order* memainkan peran signifikan dalam menurunkan *bid-ask spreads*.

Perdagangan diskret juga menarik perhatian para peneliti. Setiap pasar saham menetapkan fraksi harga yang menentukan berapa harga minimal boleh berubah dalam tawar menawar saham (fraksi harga merupakan istilah di BEJ, sedangkan literatur dan pasar modal dunia menyebutnya *tick size*). Menurut Harris (1994), *tick size* membatasi harga yang dapat dikuote pedagang sehingga membatasi persaingan harga. Pedagang tidak dapat meningkatkan harga order beli terbaik atau menurunkan harga order jual terbaik ketika *bid-ask spread* sebesar satu satuan fraksi. Dalam kasus ini, satuan fraksi harga yang lebih kecil mengarahkan pada *bid-ask spread* lebih kecil. Purwoto (2001) meneliti pengaruh penurunan fraksi harga di BEJ dan menemukan bahwa *bid-ask spread* menurun setelah fraksi harga diturunkan, konsisten dengan Harris (1994).

Isu terkini dalam studi *bid-ask spread* adalah likuiditas saham mempunyai faktor atau penentu umum (*common determinant/factor*). Keberadaan faktor umum dimunculkan pertama kali oleh Chordia, Roll, dan Subrahmanyam (2000) yang mereka istilahkan sebagai *commonality in liquidity*. Di NYSE, mereka membuktikan secara empiris bahwa *bid-ask spread* saham-saham individual bergerak bersama (*co-movement*) dengan pasar. Keberadaan *liquidity commonality* juga ditemukan di pasar tanpa *market maker* oleh Domowitz dan Wang (2002) di Australian Stock Exchange. *Co-movement* dalam *bid-ask spread* tidaklah unik di pasar dengan *market maker*.

5. Implikasi Bagi Investor dan Pasar Saham

Teori dan studi empiris *bid-ask spread* mempunyai implikasi bagi investor dan pasar saham tanpa *market maker*. Pertama, pasar saham seharusnya menaruh perhatian pada lebarnya *bid-ask spread* karena pasar yang likuid memperlihatkan kecilnya *spread* saham-saham yang diperdagangkan. Pasar yang likuid adalah perlu dan diinginkan oleh pasar saham untuk menarik investor. Dengan demikian kinerja suatu pasar saham dapat dievaluasi dengan menggunakan ukuran *bid-ask spread*. Laporan besarnya *bid-ask spread* dan trendnya adalah bagus diperlihatkan pada publik agar menarik investor potensial.

Kedua, pasar saham berkepentingan untuk menurunkan *bid-ask spread*. Agar *bid-ask spread* mengecil, pasar saham harus selalu mencari cara untuk memotivasi para pedagang publik supaya bersedia memasang *limit order*. Studi-studi di pasar tanpa *market maker* digabung di *emerging market* menyarankan bahwa komponen persediaan dan informasi asimetri adalah relatif kecil dibanding biaya pemrosesan order. Oleh karena itu, penurunan biaya pemrosesan order seperti biaya monitoring, pemasangan, dan eksekusi *limit order* merupakan salah satu cara tepat untuk menarik pedagang *limit order*.

Ketiga, investor menaruh perhatian pada besarnya *bid-ask spread* karena menentukan biayanya untuk berdagang saham. Dengan berdagang saham pada harga order jual atau pada harga order beli dalam *limit order book*, investor memperoleh kemudahan dalam waktu dan kesulitannya tetapi pada biaya. Biaya atau harga layanan "*immediacy*" ini ditunjukkan oleh lebarnya *bid-ask spread*. Semakin besar *bid-ask spread*, semakin besar biaya eksekusi perdagangan oleh investor. Hal ini semakin nyata karena Amihud dan Mendelson (1988) memperlihatkan bahwa untuk saham-saham kurang likuid (lebih besar biaya perdagangan), investor mensyaratkan *return* lebih besar dibanding saham-saham lebih likuid. Mereka menunjukkan bahwa rata-rata *return* adalah lebih tinggi pada saham-saham dengan *bid-ask spread* yang besar.

Keempat, investor dapat menggunakan *bid-ask spread* sebagai informasi dalam berdagang saham. Suatu saham dengan *bid-ask spread* yang lebar mencerminkan kurang aktif perdagangan. Dan investor yang tidak mempunyai informasi privat, *bid-ask spread* membantu dalam pemilihan *market order* atau *limit order*. *Bid-ask spread* memberikan estimasi biaya menggunakan *market order* yang dapat dibandingkan dengan biaya menunggu dari pemasangan *limit order*. Misalnya jika *bid-ask spread* adalah sangat sempit, maka investor dapat lebih memilih *market order* untuk berdagang saham.

Kelima, investor yang berdagang saham dalam ukuran besar dapat dipersepsikan oleh partisipan pasar sebagai *informed trader*. Akibatnya dapat potensial menanggung biaya perdagangan yang lebih besar karena melebarnya *spread*. Cara menyiasati risiko perdagangan ukuran besar adalah dengan berdagang di papan yang memang khusus disediakan untuk ukuran besar seperti papan negosiasi di

BEJ. Cara lain adalah dengan menyembunyikan besarnya ukuran perdagangan melalui perdagangan ukuran kecil dalam banyak frekuensi transaksi melalui banyak broker.

6. Penutup

Di dalam *quote-driven market*, *bid-ask spread* ditetapkan oleh para *market maker (dealer)*. Di dalam *order-driven market* seperti BEJ, *bid-ask spread* muncul dari para pedagang publik yang memasang *limit order*. Sedangkan di dalam *hybrid market*, *bid-ask spread* berasal tergantung mana yang lebih baik dari *specialist* atau pedagang publik. Selama tiga puluh tahun terakhir ini, studi-studi teoritis dan empiris menunjukkan bahwa keberadaan *bid-ask spread* adalah penting bagi investor dan pasar saham. Kecilnya *bid-ask spread* adalah perlu dan diinginkan baik oleh pasar saham dan investor.

Daftar Pustaka

- Admati, A. dan P. Pfleiderer, 1988. A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability. *Review of Financial Studies* 1, 3 – 40.
- Ahn, H. dan Y. Cheung, 1999. The Intraday Patterns of the Spread and Depth in a Market Without Market Makers: The Stock Exchange of Hong Kong. *Pasific-Basin Finance Journal* 7, 539 – 556.
- Aitken, M. dan A. Frino, 1996. The Determinants of Market Bid Ask Spreads on The Australian Stock Exchange: Cross-sectional Analysis. *Accounting & Finance* 36, 51 – 63.
- Amihud, Y. dan H. Mendelson, 1988. Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications. *Financial Management* 17, 5 – 15.
- Bloomfield, R., M. O'Hara, dan G. Saar, 2002. The "Make or Take" Decision in an Electronic Market: Evidence on the Evolution of Liquidity. Working Paper, Johnson Graduate School of Management, Cornell University.
- Bollen, N., T. Smith, dan R. Whaley, 2003. Modeling the Bid-Ask Spread: Measuring the Inventory-Holding Pre-mium. *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.

- Brockman, P. dan D. Chung, 1999. Bid-Ask Components in an Order-Driven Environment. *The Journal of Financial Reserach* 22, 227 – 246.
- Callahan, C., C. Lee, dan T. Yohn, 1997. Accounting Information and Bid-Ask Spread. *Accounting Horizons* 11, 50 – 60.
- Chordia, T., R. Roll, dan A. Subrahmanyam, 2000. Commonality in Liquidity. *Journal of Financial Economics* 56, 3 – 28.
- Chung, K., B. Van Ness, dan R. Van Ness, 1999a. Limit Orders and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics* 53, 255 – 287.
- Chung, K., B. Van Ness, dan R. Van Ness, 1999b. Can the Treatment of Limit Orders Reconcile the Differences in Trading Cost between NYSE and Nasdaq Issues? Working Paper, State University of New York at Buffalo.
- Cohen, K., S. Maier, R. Schwartz, dan D. Whitcomb, 1981. Transaction Costs, Order Placement Strategy, and Existence of the Bid-Ask Spread. *Journal of Political Economy* 89, 287 – 305.
- Declerk, F., 2000. Trading Cost on a Limit Order Book Market: Evidence from the Paris Bourse. Working Paper, Universite de Lille 2, ParisBourse.
- Domowitz, I. dan X. Wang, 2002. Liquidity, Liquidity Commonality and Its Impact on Portfolio Theory. Working Paper, Penn State University.
- Foucault, T., O. Kadan, dan E. Kandel, 2003. Limit Order Book as a Market for Liquidity. Working Paper, HEC School of Management, France.
- Glosten, L., 1984. Is the Electronic Open Limit Order Book Inevitable?. *Journal of Finance* 49, 1127 – 1161.
- Handa, P. dan R. Schwartz, 1996. Limit Order Trading. *Journal of Finance* 51, 1835 – 1861.
- Hanousek, J. dan R. Podpiera, 2000. How Important is Informed Trading for the Bid-Ask Spread? Evidence from an Emerging Market. Working Paper, Charles University, Prague.
- Harris, L., 1994. Minimum Price Variations, Discrete Bid-Ask Spreads, and Quotation Sizes. *Review of Financial Studies* 7, 149 – 178.

- Lee, C., B. Muclow, dan M. Ready, 1993. Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis. *Review of Financial Studies* 6, 345 – 374.
- Lehmann, B. dan D. Modest, 1994. Trading and Liquidity on the Tokyo Stock Exchange: A Bird's Eye View. *Journal of Finance* 49, 951 – 984.
- Madhavan, A., 2002. Market Microstructure: A Practitioner's Guide. *Financial Analysts Journal*, 28 – 42.
- McInish, T. dan R. Wood, 1992. An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spreads for NYSE Stocks. *Journal of Finance* 47, 753 – 764.
- Menyah, K. dan K. Paudyal, 1996. The Determinants and Dynamics of Bid-Ask Spreads on the London Stock Exchange. *Journal of Financial Research* 19, 377 – 394.
- Purwoto, L., 2001. Penurunan Tick Size di Bursa Efek Jakarta. Working Paper, Universitas Sanata Dharma, Yogyakarta.
- Stoll, H., 1978a. The Supply of Dealer Services in Securities Markets. *Journal of Finance* 33, 1133 – 1151.
- Stoll, H., 1978b. The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of Nasdaq Stocks. *Journal of Finance* 33, 1153 – 1173.
- Stoll, H., 1989. Inferring the Component of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. *Journal of Finance* 44, 115 – 134.
- Tinic, S. dan R. West, 1974. Marketability of Common Stocks in Canada and the USA: A Comparison of Agent versus Dealer Dominated Markets. *Journal of Finance* 29, 729 – 746.