



ANALISIS PENGARUH TINGKAT PENGUNGKAPAN TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM

Irma (Irma@ut.ac.id)
Fakultas Ekonomi Universitas Terbuka

ABSTRAK

Penelitian ini berfokus pada pengaruh tingkat pengungkapan informasi perusahaan terhadap tingkat likuiditas saham yang diwakili oleh indikator-indikatornya seperti *spread* relatif, total *depth* dan *depth to relatif spread*. Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis konten dalam menghasilkan indeks pengungkapan dengan menggunakan data saham perusahaan yang terdaftar di Kompas 100. Analisis regresi digunakan dalam menguji pengaruh tingkat pengungkapan terhadap likuiditas saham. Dari hasil penelitian, ditemukan bahwa tingkat pengungkapan memiliki hubungan negatif dengan *spread* relatif, artinya adalah semakin tinggi tingkat pengungkapan informasi perusahaan, maka tingkat *spread* relatif saham akan semakin rendah. Sebaliknya semakin tinggi tingkat pengungkapan informasi, maka tingkat total *depth* dan *depth to relatif spread* saham akan semakin tinggi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *spread* relatif yang rendah, total *depth* yang tinggi dan *depth to relatif spread* yang tinggi menghasilkan likuiditas saham yang tinggi juga. Kesimpulannya, pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan pada laporan tahunan masih menjadi perhatian *investor* dalam berinvestasi.

Kata kunci: *depth to relative spread*, pengungkapan, *spread* relatif, total *depth*

ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate the effect of disclosure level on liquidity indicators, such as relative spread, total depth, and depth to relative spread. This study adopts content analysis approach in generating disclosure index using data from annual reports of firm listed in Kompas 100. This study uses regression analysis in testing the effect of disclosure level to liquidity indicators. This study provide empirical evidence to support the effect of disclosure level to liquidity indicators. This study finds that firms with higher disclosures have lower relative bid-ask spreads, higher total depth, and higher depth to relative spread, resulting in unambiguous conclusion regarding disclosure quality and disclosure quality. These result lead to a conclusion that disclosure in annual reports still be a matter of consideration interest and important to investor.

Keywords: disclosure, depth to relative spread, relative spread, total depth

Salah satu sumber dana eksternal bagi perusahaan adalah pasar modal. Pasar modal merupakan suatu tempat transaksi pihak yang membutuhkan dana (perusahaan) dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana (*investor*). Pasar modal memberikan kesempatan yang luas baik bagi perusahaan maupun kepada para *investor* untuk mengadakan suatu kerjasama yang saling menguntungkan. Perusahaan diberikan kesempatan untuk saling bersaing secara sehat dalam

menarik minat *investor* agar mau menanamkan modalnya di perusahaan mereka, sementara para *investor* diberikan alternatif investasi untuk berinvestasi baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Namun menurut penelitian Komalasari (2000) dijelaskan bahwa dalam teori keagenan (*agency theory*) mengimplikasikan adanya *agency problem* berupa asimetri informasi yang terjadi antara perusahaan dengan para *investor*. Asimetri informasi muncul karena perusahaan lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang sementara *investor* tidak terlibat langsung dalam aktivitas operasional perusahaan, sehingga wajar jika *investor* tidak memiliki informasi yang detail mengenai keadaan perusahaan saat ini maupun kemungkinan yang akan dihadapi oleh perusahaan di masa yang akan datang. Asimetri tersebut akan menyebabkan terjadinya pengambilan keputusan yang salah (*adverse selection*) yang pada gilirannya akan merugikan *investor*. Untuk mengatasi adanya asimetri informasi ini perusahaan perlu mengungkapkan kondisi perusahaan kepada *investor* melalui sebuah pengungkapan (*disclosure*).

Bapepam LK selaku lembaga yang mengatur dan mengawasi pelaksanaan pasar modal di Indonesia telah mengeluarkan beberapa peraturan mengenai pengungkapan yang harus dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang *go public*. Peraturan tersebut disusun guna melindungi para *investor* dari adanya asimetri informasi. Salah satu sumber informasi guna mendapatkan gambaran tentang kinerja perusahaan yang perlu diungkapkan oleh perusahaan adalah laporan tahunan (*annual report*). Laporan tahunan tersebut memberikan gambaran tentang kinerja perusahaan secara menyeluruh baik mengenai informasi keuangan maupun informasi non keuangan perusahaan. Pengungkapan ini akan menjadi salah satu sumber informasi dan bahan rujukan bagi para *investor* dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi dalam perusahaan tertentu. Penjelasan tersebut memberikan gambaran secara tidak langsung bahwa tingkat pengungkapan yang diberikan oleh perusahaan akan berdampak pada menurunnya asimetri informasi yang terjadi antara perusahaan dan *investor* sehingga menurunkan biaya transaksi yang harus dikeluarkan oleh *investor* dan selanjutnya akan membawa dampak pada meningkatnya likuiditas saham perusahaan tersebut. Likuiditas menjadi salah satu faktor penting yang selalu diperhatikan oleh *investor* dalam pengambilan keputusan investasi selain dua faktor penting lainnya yaitu *return* saham dan risiko. Handa dan Schwartz (1996) memberikan pernyataan berikut mengenai pentingnya likuiditas bagi *investor*, "*Investors want three things from the markets: liquidity, liquidity, and liquidity*". Walaupun sulit untuk mencari definisi yang tepat mengenai likuiditas, namun menurut Stoll (1978) likuiditas merupakan kemampuan untuk bertransaksi dalam jumlah besar dengan waktu yang singkat dan biaya yang rendah. Berdasarkan konsep ini, Harris (2003) dalam bukunya "*Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*", menyatakan bahwa konsep likuiditas mempunyai empat dimensi yaitu: *immediacy*, *width*, *depth*, and *resiliency*. Dari keempat dimensi tersebut, penelitian terdahulu menyatakan bahwa dua dimensi yang paling penting adalah *immediacy* dan *width*. Menurut Ekaputra (2006), pengukuran yang biasa digunakan untuk kedua dimensi ini adalah *bid-ask spread*. Variabel *bid-ask spread* merupakan variabel yang paling sering digunakan untuk mengukur likuiditas saham. Saham yang mempunyai *bid-ask spread* yang lebih kecil mempunyai tingkat likuiditas yang lebih tinggi karena biaya transaksi yang harus dikeluarkan lebih kecil dibandingkan saham yang memiliki *bid-ask spread* yang lebih besar.

Penelitian-penelitian yang berusaha untuk menguji pengaruh pengungkapan informasi perusahaan terhadap tingkat likuiditas saham dengan menggunakan *bid-ask spread* sebagai *proxy* dari likuiditas antara lain adalah penelitian yang dilakukan oleh Welker (1995), yang menguji pengaruh kualitas pengungkapan terhadap variasi *bid-ask spread* secara *cross sectional* dengan mengambil sampel 427 perusahaan di 28 industri yang berbeda. Dari hasil penelitian terlihat bahwa

koefisien *disclosure* adalah negatif dan signifikan pada level 1%. *Bid-Ask spread* lebih sensitif terhadap variasi kebijakan *disclosure* diantara perusahaan-perusahaan yang dicirikan dengan level informasi perdagangan yang lebih tinggi dan kejadian informasi dengan probabilitas yang tinggi.

Namun menurut Lee, Mucklow, dan Ready (1999) selain *spread*, dimensi *depth* perlu dipertimbangkan dalam mengukur tingkat likuiditas saham karena jika *dealer* yakin bahwa *trader* yang mempunyai informasi superior meningkat, maka untuk melindungi dirinya dari potensi menderita kerugian *dealer* akan meningkatkan *spread*-nya atau alternatif lain *dealer* akan menawarkan sedikit saham. Dimensi *depth* mempunyai sinyal yang berbeda dengan *spread*, dimana semakin besar dimensi *depth* dalam suatu saham maka semakin likuid saham tersebut. Hal ini bertentangan dengan dimensi *spread* karena semakin kecil *spread* (biaya transaksi) suatu saham, maka semakin tinggi tingkat likuiditas saham tersebut. Untuk mengatasi masalah adanya sinyal yang saling bertolak belakang (*diminishing*) tersebut perlu adanya pengukuran yang mampu mengukur *trade-off* antara *spread* dan *depth*. Heflin, Shaw, dan Wild (2005) menggunakan *trade size relative to depth* untuk mengukur *trade-off* antara *spread* dan *depth*, sementara itu Purwoto dan Tandelilin (2004) dan Ekaputra (2007) menggunakan rasio *depth to relative spread* (DTRS).

Pada intinya penelitian-penelitian terdahulu yang mengangkat topik mengenai pengaruh tingkat pengungkapan terhadap likuiditas telah banyak dilakukan, baik di luar negeri maupun di Indonesia sendiri. Namun penelitian yang menguji pengaruh pengungkapan informasi perusahaan terhadap likuiditas dilihat dari tiga dimensinya seperti *spread*, *depth*, dan *ratio depth to relative bid-ask spread* belum pernah dilakukan di Indonesia. Penelitian ini merupakan kelanjutan atau pengembangan dari penelitian Irma (2010) dan bertujuan untuk melihat pengaruh tingkat pengungkapan terhadap *relative bid-ask spread*, *relative bid-ask depth*, dan *depth to relative spread*. Penelitian ini menambahkan beberapa faktor yang dinilai ikut mempengaruhi likuiditas saham dan dijadikan variabel kontrol atas likuiditas saham sesuai dengan teori *market microstructure* menurut Harris (2003). Faktor-faktor tambahan yang ikut diteliti dalam penelitian ini antara lain frekuensi saham yang diperdagangkan, dan ukuran (*size*) perusahaan.

Penelitian ini berusaha untuk mengkaji dan menjawab permasalahan yang terjadi yaitu apakah tingkat pengungkapan mempunyai pengaruh terhadap terhadap likuiditas saham dilihat dari tiga dimensinya seperti *spread*, *depth* dan *ratio depth to relative bid-ask spread*.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat penting bagi perusahaan, investor, dan badan penyetap standar (BAPEPAM-LK). Bagi perusahaan, dengan adanya fungsi pengungkapan sebagai suatu alat untuk melihat keadaan likuiditas perusahaan maka diharapkan hal ini akan mendorong perusahaan untuk membuat suatu kebijakan penyajian, pelaporan dan pengungkapan informasi yang lebih transparan, sehingga mampu mencerminkan tingkat likuiditas sekuritas perusahaan yang sebenarnya. Bagi investor, penelitian ini mengimplikasikan bahwa agar dapat membuat keputusan yang tepat, maka sebelumnya investor harus melakukan analisis terhadap tingkat likuiditas saham perusahaan yang akan ditanamkan modalnya melalui tingkat pengungkapan yang telah diberikan oleh perusahaan agar diperoleh suatu keyakinan bahwa investasinya tidak akan dirugikan. Sedangkan bagi badan penyetap standar, penelitian ini mengimplikasikan agar dikembangkan suatu aturan yang dapat mendorong perusahaan untuk menyajikan, melaporkan, dan mengungkapkan informasi akuntansi yang lebih jujur dan transparan.

TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengungkapan (*Disclosure*) dalam Laporan tahunan

Pengungkapan (*disclosure*) memiliki arti tidak menutupi atau menyembunyikan. Apabila dikaitkan dengan data, maka pengungkapan berarti memberikan data yang bermanfaat kepada pihak yang memerlukan. Pembahasan mengenai pengungkapan tidak dapat dipisahkan dari tujuan penyajian suatu laporan, karena suatu laporan akan bersifat informatif bila dapat memberikan pengungkapan yang memadai. Sedangkan berapa banyak informasi yang harus diungkapkan dalam sebuah laporan tidak hanya bergantung pada keahlian pembaca, tetapi juga pada standar yang dibutuhkan.

Pengertian dan Dimensi Likuiditas

Likuiditas merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi saham selain dua faktor penting yaitu risiko dan *return*. Untuk menekankan pentingnya karakteristik likuiditas ini, Handa dan Schwartz (1996) membuat pernyataan berikut: "*Investors want three things from the markets: liquidity, liquidity, and liquidity.*" Sedangkan menurut Harris (2003), semua pihak baik didalam dan diluar pasar modal menyukai likuiditas. Para *traders* menyukai likuiditas karena likuiditas membuat mereka (*traders*) mudah untuk mengimplementasikan *trading strategies* mereka dengan biaya yang rendah. Semua bursa saham juga menyukai likuiditas karena likuiditas mampu menjadi daya tarik para *traders* untuk masuk ke dalam bursa mereka. Sementara itu para pembuat keputusan menyukai likuiditas karena pasar saham yang likuid mempunyai tingkat volatilitas yang lebih rendah dibandingkan dengan pasar saham yang tidak likuid.

Secara teoritis menurut Harris (2003), "*Liquidity is the ability to trade large size quickly at low cost when you want to trade. It is the most important characteristic of well-functioning markets.*" Sementara itu menurut Hasbrouck dan Schwartz (1988) dan Stoll (1978) dalam Ekaputra (2006), salah satu pengertian likuiditas adalah kemampuan untuk bertransaksi dalam jumlah besar, dengan waktu yang singkat, dan biaya yang rendah. Berdasarkan konsep ini, Harris (2003) menyatakan bahwa konsep likuiditas mempunyai empat dimensi yaitu: *immediacy*, *width*, *depth*, dan *resiliency*.

1. *Spread*

Bid price adalah harga terendah yang menyebabkan *dealer* setuju untuk membeli saham tertentu. *Ask Price* adalah harga tertinggi yang menyebabkan *dealer* setuju untuk menjual sahamnya. Sementara itu *spread* merupakan selisih antara harga jual terbaik sehingga *dealer* atau *market maker* setuju untuk menjual sahamnya dan harga beli terbaik yang menyebabkan *dealer* setuju untuk membeli saham tertentu. Menurut Erwin dan Miller (1998), Lehmann dan Modest (1994) dalam Ekaputra (2006), variabel *bid-ask spread* merupakan variabel yang paling sering digunakan untuk mengukur tingkat likuiditas saham. Dalam konteks ini *spread* berkaitan dengan biaya transaksi yang diperlukan untuk menjual atau membeli saham dengan segera. Semakin kecil nilai *spread*, berarti semakin likuid suatu saham. Sebaliknya, semakin besar nilai *spread* suatu saham, maka semakin tidak likuid saham tersebut.

2. *Depth*

Menurut Harris (2003), *spread* hanya merupakan salah satu dimensi dari likuiditas. Dimensi dari likuiditas yang tidak kalah pentingnya adalah *depth*. *Depth* merupakan dimensi dari likuiditas yang berfokus pada kuantitas (*quantity dimension*) artinya dimensi ini melihat banyaknya order beli dan order jual yang ada di pasar. Semakin banyak volume dari suatu saham dapat ditransaksikan

maka akan semakin mudah dilakukan transaksi jual beli saham tanpa mempengaruhi harganya, sehingga dapat dikatakan saham tersebut mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi. Penelitian Kyle (1985) dan Ekaputra (2008) membuktikan bahwa informasi baik mengenai *price dimension* (pada *spread*) dan *quantity dimension* (pada *depth*), keduanya diperlukan dalam mengukur tingkat likuiditas saham. Sehingga *spread* bukan merupakan satu-satunya *proxy* yang digunakan dalam mengukur tingkat likuiditas.

3. *Depth to Relative Spread (DTRS)*

Menurut Harris (2003) dan Ekaputra (2007), suatu saham dikatakan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi apabila saham tersebut mempunyai kemampuan untuk ditransaksikan dalam kuantitas atau volume yang besar dengan cepat dan murah tanpa mempengaruhi harganya. *Relative bid-ask spread* atau *spread* relatif mengukur kecepatan atau kemudahan suatu saham dapat ditransaksikan dengan biaya transaksi yang rendah. Semakin rendah *spread* relatif suatu saham maka semakin likuid saham tersebut. Hal itu menunjukkan bahwa saham tersebut mampu ditransaksikan dengan cepat, mudah dan biaya transaksi yang rendah. Sedangkan total *depth* mengukur banyaknya order jual atau beli saham atau volume saham yang diperdagangkan, semakin tinggi total *depth* suatu saham semakin likuid saham tersebut, karena hal itu menunjukkan bahwa saham tersebut mampu menyerap nilai transaksi yang tinggi tanpa mempengaruhi harganya.

Penurunan atau peningkatan tingkat *spread* dan *depth* memberikan sinyal yang berbeda atas tingkat likuiditas suatu saham, semakin rendah *spread* suatu saham maka semakin likuid saham tersebut. Sebaliknya semakin tinggi *depth* suatu saham maka semakin likuid saham tersebut karena volume atau kuantitas saham yang diperdagangkan semakin besar. Dengan adanya sinyal yang berbeda dan bersifat *diminishing* (saling menghilangkan) tersebut, maka pengukuran tingkat likuiditas suatu saham menjadi rancu (*ambiguous*). Untuk mengatasinya menurut Ekaputra (2007) dan Purwoto dan Tandellilin (2004), diperlukan penghitungan yang mengukur *trade-off* antara *spread* relatif dan total *depth* yaitu rasio dari *depth* rata-rata terhadap *spread* relatif atau sering disebut dengan *depth to relative spread ratio* (DTRS). Semakin kecil nilai DTRS mempunyai arti bahwa penurunan *depth* lebih besar dibandingkan dengan penurunan *spread* relatif, sehingga semakin rendah nilai DTRS maka semakin likuid saham tersebut.

Kajian Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya untuk menguji pengaruh pengungkapan informasi perusahaan dengan tingkat likuiditas saham. Pada penelitian terdahulu ukuran likuiditas saham hanya berfokus pada perbedaan atau selisih antara harga penawaran dan pembelian saham (*bid-ask spread*). Beberapa diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Copeland dan Galai (1983) dan Glosten dan Milgrom (1985) dalam Lee, Mucklow, dan Ready (1993) yang menyatakan bahwa dalam transaksi perdagangan saham terdapat dua jenis pedagang yang harus dihadapi *dealer* yaitu pedagang yang terinformasi (*informed trader*) dan pedagang likuiditas (*liquidity trader*). Pedagang yang terinformasi melakukan perdagangan atau transaksi karena mereka memiliki informasi privat yang belum terefleksikan dalam harga saham sementara itu pedagang likuiditas bertransaksi karena alasan lain. *Dealer* atau *market maker* akan menderita kerugian ketika bertransaksi dengan pedagang yang terinformasi dan mengkompensasikan kerugiannya dengan menetapkan *bid-ask spread* yang tinggi. Model yang dibangun oleh penelitian ini membuktikan bahwa asimetri informasi yang semakin besar antara *dealer* dengan pedagang yang terinformasi akan menyebabkan semakin tingginya biaya transaksi dan *spread* dari suatu saham.

Welker (1995) juga menguji pengaruh kualitas pengungkapan terhadap variasi *bid-ask spread* secara *cross sectional* dengan mengambil sampel 427 perusahaan di 28 industri yang berbeda. Dari hasil penelitian terlihat bahwa koefisien *disclosure* adalah negatif dan signifikan pada level 1 %. *Bid-ask spread* lebih sensitif terhadap variasi kebijakan *disclosure* diantara perusahaan-perusahaan yang dicirikan dengan level informasi perdagangan yang lebih tinggi dan kejadian informasi dengan probabilitas yang tinggi.

Sementara itu Healy, Hutton, dan Palepu (1999) meneliti apakah perusahaan yang melakukan perbaikan pengungkapan secara berkesinambungan akan meningkatkan likuiditas saham, ketertarikan institusional dan perhatian analis. Penelitian ini mengambil sampel 97 perusahaan selama tahun 1980-1990 yang melakukan perubahan tingkat pengungkapan 30 % atau lebih. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan kenaikan tingkat pengungkapan akan memiliki tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi, kenaikan dalam kepemilikan saham secara institusional dan cakupan analis. Dari penelitian tersebut juga terbukti bahwa perbedaan relatif *bid-ask* menurun untuk perusahaan yang dijadikan sampel meskipun prediksinya signifikan secara marginal.

Berdasarkan uraian hasil penelitian terdahulu dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H1: Tingkat pengungkapan berpengaruh negatif terhadap *spread* relatif (*relative spread*).

H2: Tingkat Pengungkapan berpengaruh positif terhadap total *depth*.

H3: Tingkat pengungkapan berpengaruh positif terhadap *depth to relative spread*.

Keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder, berupa laporan tahunan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007 yang bersumber dari situs resmi BEI (www.idx.co.id), situs resmi masing-masing perusahaan, dan koleksi data saham yang terdapat di Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) mulai dari bulan April tahun 2008 sampai dengan bulan Maret tahun 2009. Hal ini bertujuan untuk melihat pengaruh tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan pada tahun 2007 terhadap likuiditas saham tahun berikutnya.

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen pengungkapan informasi perusahaan terhadap variabel dependen *relative bid-ask spread* atau *spread* relatif, total *depth*, dan *rasio depth to relative spread* (DTRS), maka dibentuk tiga model matematika yang mengacu pada persamaan regresi berganda dan masing-masing model digunakan untuk menguji hipotesis 1, hipotesis 2, dan hipotesis 3.

Model 1:

$$RS_i = \beta_0 + \beta_1 DSCORE_i + \beta_2 HARGA_i + \beta_3 STDRET_i + \beta_4 VOL_i + \beta_5 FREQ_i + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Model 2:

$$TD_i = \beta_0 + \beta_1 DSCORE_i + \beta_2 HARGA_i + \beta_3 STDRET_i + \beta_4 VOL_i + \beta_5 FREQ_i + \varepsilon_i \quad (3.2)$$

Model 3:

$$DTRS_i = \beta_0 + \beta_1 DSCORE_i + \beta_2 HARGA_i + \beta_3 STDRET_i + \beta_4 VOL_i + \beta_5 FREG_i + \varepsilon_i \quad (3.3)$$

Berdasarkan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu, maka variabel penelitian dengan ekspektasi tanda koefisien pada masing-masing model terdapat pada Tabel berikut.

Variabel	Coeff	Model 3.1 Expected Sign	Model 3.2 Expected Sign	Model 3.3 Expected Sign
DSCORE	β_1	(-)	(+)	(+)
HARGA	β_2	(-)	(+)	(+)
STDRET	β_3	(+)	(-)	(-)
VOLUME	β_4	(-)	(+)	(+)
FREQ	β_5	(-)	(+)	(+)

Operasionalisasi Variabel

1. Variabel Dependent

Variabel dependent dalam penelitian ini adalah 3 dimensi dari likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan *relative bid-ask spread* atau *spread* relatif, *total depth*, dan rasio *depth to relative spread* (DTRS).

A. Relative Spread atau Spread Relatif

Menurut Ekaputra (2004), variabel *bid-ask spread* merupakan variabel yang paling sering digunakan untuk mengukur tingkat likuiditas saham. Dalam konteks ini *spread* berkaitan dengan biaya transaksi yang diperlukan untuk menjual atau membeli saham dengan segera. Semakin kecil nilai *spread*, berarti semakin likuid suatu saham. Sebaliknya semakin besar nilai *spread*, maka semakin tidak likuid suatu saham. Pada umumnya untuk membandingkan *spread* satu saham dengan saham lainnya lebih sering menggunakan nilai *spread* relatif dibandingkan dengan *spread* nominal, karena *spread* relatif tidak mengandung satuan mata uang sehingga mudah digunakan untuk membandingkan likuiditas antarsaham baik di pasar dengan satuan mata uang yang sama atau di pasar dengan satuan mata uang yang berbeda. Dalam penelitian ini rata-rata *bid-ask spread* dari data harian selama bulan April tahun 2008 sampai dengan bulan Maret tahun 2009 dapat dihitung dengan menggunakan formula 3.4 dan dilambangkan dengan RS.

$$RelativeSpread_j = \frac{\sum_{d=1}^N \frac{ask_{i,t} - bid_{i,t}}{(ask_{i,t} + bid_{i,t})/2}}{N}$$

Dimana,

Relative Spread_i = rata-rata *bid-ask spread* relatif pada saham perusahaan i

$A_{i,t}$ = penutupan harian harga jual terbaik (*ask*) saham perusahaan i pada hari t

$B_{i,t}$ = penutupan harian harga beli terbaik (*bid*) saham perusahaan i pada hari t

N = jumlah hari transaksi (perdagangan)

B. Total Depth

Menurut Harris (2003) selain *spread*, indikator likuiditas yang lainnya adalah *depth*. *Depth* mempunyai sinyal yang berbeda dengan *spread*, sebuah saham dikatakan mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi apabila mempunyai *depth* yang tinggi. Artinya semakin banyak saham yang dapat ditransaksikan atau semakin banyak order beli atau jual maka akan semakin mudah saham tersebut ditransaksikan tanpa mempengaruhi harga saham, sehingga akan semakin likuid saham tersebut. Saham yang mempunyai tingkat *depth* yang tinggi juga dikatakan mempunyai likuiditas yang tinggi karena saham tersebut mampu menyerap nilai transaksi yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang mempunyai tingkat *depth* yang rendah. Rata-rata *Total Depth* dari data harian selama bulan April tahun 2008 sampai dengan bulan Maret tahun 2009 dapat dihitung dengan menggunakan formula 3.5 dan dilambangkan dengan TD.

$$Total\ Depth_i = \frac{\sum_{d=1}^n (ask\ volume_{i,t} + bid\ volume_{i,t})}{n}$$

Dimana,

Total *Depth*_i = rata-rata total *depth* pada saham perusahaan i

Ask *volume*_{i,t} = volume pada harga jual terbaik (*ask*) saham perusahaan i pada hari t

Bid *volume*_{i,t} = volume pada harga beli terbaik (*bid*) saham perusahaan i pada hari t

N = jumlah hari transaksi (perdagangan)

C. Depth to Relative Spread (DTRS)

Rasio ini berguna untuk mengatasi adanya kerancuan (*ambiguous*) dari sinyal yang berbeda antara *spread* dengan *depth* dalam menentukan tingkat likuiditas dari suatu saham. Menurut Ekaputra (2007) dan Purwoto dan Tandellin (2004), DTRS merupakan suatu rasio yang mengukur *trade-off* antara *spread* relatif dan total *depth* yaitu rasio dari total *depth* terhadap *spread* relatif. Semakin kecil nilai DTRS mempunyai arti bahwa penurunan *depth* lebih besar dibandingkan dengan penurunan *spread* relatif, sehingga semakin rendah nilai DTRS maka semakin likuid saham tersebut. Dalam penelitian ini DTRS dapat dihitung dengan menggunakan formula 3.6 dan dilambangkan dengan DTRS.

Depth to Relative Spread (DTRS)_i=

$$\frac{\sum_{d=1}^N (ask\ depth_{i,t} + bid\ depth_{i,t})}{N \cdot relative\ spread_{i,t}}$$

Dimana,

Depth to Relative Spread (DTRS)_i = rata-rata *depth to relative spread* perusahaan i

Ask *depth*_{i,t} = volume pada harga jual terbaik (*ask*) saham perusahaan i pada hari t

Bid *depth*_{i,t} = volume pada harga beli terbaik (*bid*) saham perusahaan i pada hari t

Relative *Spread*_{i,t} = *spread* relatif pada saham perusahaan i pada hari t

N = jumlah hari transaksi (perdagangan)

2. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah tingkat pengungkapan informasi perusahaan yang diukur dengan menggunakan indeks pengungkapan. Sebelumnya ditentukan terlebih dahulu item-item pengungkapan yang akan digunakan. Item pengungkapan merupakan sekumpulan komponen atau bagian dari pengungkapan informasi perusahaan, baik yang pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) maupun pengungkapan sukarela (*voluntary disclosures*) yang akan dijadikan acuan dalam menentukan tingkat kelengkapan pengungkapan perusahaan yang menjadi sampel. Penelitian ini menggunakan baik pengungkapan wajib maupun pengungkapan sukarela sebagai variabel independen.

Untuk mengukur tingkat kelengkapan pengungkapan, penelitian ini menggunakan analisis konten (*content analysis*) atas laporan tahunan perusahaan sampel dalam bentuk Indeks Kelengkapan Pengungkapan (*disclosure index*) tanpa pembobotan. Analisis konten merupakan metode penelitian yang menggunakan seperangkat prosedur untuk membuat pendugaan atas suatu teks. Teks yang ada kemudian digolongkan ke dalam beberapa kelompok berdasarkan kriteria tertentu. Dalam penelitian ini pembuatan daftar item pengungkapan sukarela didasarkan pada daftar item yang pernah dilakukan oleh penelitian sebelumnya, yaitu berdasarkan penelitian Botosan (1997) dan telah digunakan oleh penelitian-penelitian di Indonesia seperti penelitian Supto (1998), Sitanggang (2002), Ningrum (2007), dan Oktaviana (2009). *Checklist* atau daftar item pada penelitian Ningrum (2007) telah disesuaikan dengan Surat Edaran Bapepam No.02/PM/ 2002 tentang Pedoman Penyajian dan Pengungkapan Laporan Keuangan Emiten atau Perusahaan Publik khusus untuk industri manufaktur.

Penelitian ini mengacu pada *checklist* pengungkapan sukarela yang digunakan dalam penelitian Ningrum (2007) yang terdapat pada Lampiran 2 dan selanjutnya pada penelitian Oktaviana (2009), *checklist* tersebut disesuaikan lagi dengan peraturan Bapepam No. X. K. 6 yang dikeluarkan pada tahun 2006 yang terdapat pada lampiran 3. Sehingga terdapat penghapusan terhadap item-item pada kategori *background information*; item diskusi *trend* industri; beberapa item pada kategori *management discussion and analysis (MDA)*; *social reporting*; *capital market data*; dan *description of corporate governance*. Hal ini dilakukan karena item-item tersebut berdasarkan peraturan Bapepam No. X. K. 6 tahun 2006 sudah termasuk dalam pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*). Dari langkah penyesuaian ini maka jumlah item dan skor pengungkapan maksimum menjadi 48 item. Sementara itu untuk *checklist* pengungkapan wajib pada penelitian ini dibentuk berdasarkan peraturan Bapepam Nomor X. K. 6 yang dikeluarkan pada tahun 2006, karena hingga tahun 2010 belum ada peraturan pengganti dari peraturan tersebut.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengungkapan Komprehensif

Sementara itu hasil pengungkapan perusahaan secara keseluruhan untuk setiap kelompok kriteria pengungkapan dalam pengungkapan wajib dan sukarela adalah sebagai berikut.

Dari Tabel 1 terlihat bahwa rata-rata tingkat pengungkapan perusahaan sampel secara komprehensif hampir mencapai 47,5% atau dapat dikatakan masih rendah. Pengungkapan terutama sebagian besar hanya untuk hal-hal yang bersifat wajib (*mandatory*) dan angka-angka kuantitatif laporan keuangan. Sedangkan untuk informasi yang bersifat kualitatif atau yang bersifat prediktif masih sangat minim.

Tabel 1. Tingkat Pengungkapan Komprehensif Perusahaan

Elemen Pengungkapan	Total Skor	Skor max	%
Ikhtisar Data Keuangan Penting	1.552	2.300	68
Laporan Dewan Komisaris	209	400	54
Laporan Direksi	227	400	58
Profil Perusahaan	1.081	1.800	62
Analisis dan Pembahasan Manajemen	1.350	2.200	63
Tata Kelola Perusahaan	1.470	2.700	56
Tanggung Jawab Direksi	100	100	100
Laporan Keuangan Tahunan yang sudah diaudit	100	100	100
Tanda Tangan Dewan Direksi dan Komisaris	190	200	95
<i>Background information</i>	219	500	45
<i>Financial Overview</i>	10	200	5
<i>Key-non financial statistics</i>	57	1.000	6
<i>Projected Information</i>	208	1.200	18
<i>Management Discussion and analysis</i>	169	400	44
<i>R & D activities</i>	15	400	4
<i>Employee information</i>	168	900	20
<i>Value added information</i>	0	200	0
Total	7.125	15.000	47,5

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Sebelum membahas mengenai pengujian hipotesis penelitian, terlebih dahulu akan ditinjau mengenai kondisi sebaran terhadap data dari masing-masing variabel. Tabel 2 akan menunjukkan statistik deskriptif dari masing-masing variabel.

1. Rata-rata *spread* dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 0,06. Hal ini berarti bahwa penyebaran *ask price* dan *bid price* saham dapat mencapai 0,06 kali dari rata-rata *ask price* dan *bid price* perusahaan sampel.
2. Rata-rata *depth* dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 13,34. Artinya adalah penyebaran volume pada *ask price* dan volume pada *bid price* dapat mencapai 13,34 kali dari rata-rata volume pada *ask price* dan volume pada *bid price* perusahaan sampel.
3. Rata-rata DTRS dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 17,32 kali. Artinya adalah rata-rata perubahan *depth* dibandingkan dengan perubahan *spread* adalah sebesar 17,32 kalinya.
4. Rata-rata DSCORE (skor pengungkapan) dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 0,47. Artinya adalah rata-rata tingkat pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan sampel secara komprehensif hanya mencapai 47%.
5. Rata-rata harga saham dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 3525,50. Hal ini berarti bahwa rata-rata harga saham yang diperdagangkan adalah sebesar Rp. 3525,50
6. Rata-rata volume perdagangan dari 97 perusahaan sampel menunjukkan sebesar 1934732,21. Artinya adalah rata-rata volume saham yang diperdagangkan dalam satu harinya adalah sebesar 1934732,21. lembar saham.

7. Rata-rata standar deviasi *return* dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 4,77. Artinya adalah rata-rata tingkat volatilitas *return* saham dapat mencapai 4,77 kali dari rata-rata tingkat volatilitas *return* saham perusahaan sampel.
8. Rata-rata *frequency* perdagangan saham dari 97 perusahaan sampel adalah sebesar 5,19. Artinya adalah rata-rata tingkat frekuensi perdagangan saham dapat mencapai 5,19 kali dari rata-rata tingkat frekuensi perdagangan saham perusahaan sampel.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
SPREAD	97	0,00	0,70	0,0581	0,12046
DEPTH	97	0,97	19,50	13,3372	2,94723
DTRS	97	1,06	22,67	17,3169	3,77426
DSCORE	97	0,31	0,74	0,47	0,06
HARGA	97	150,56	75980,80	3525,50	9875,12
STDRET	97	0,25	8,46	4,7697	1,80440
VOL	97	4257,87	3754960,31	1934732,21	3573648,00
FREQ	97	0,04	9,12	5,1910	1,94896

Analisis Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji regresi linier berganda. Menurut Gujarati (2003), dalam pengujian dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (*ordinary least squares/OLS*), dibutuhkan sifat "tidak bias linier terbaik" (*Best Linier Unbiased Estimator/BLUE*) dari penaksir. Serangkaian uji dapat dilakukan agar persamaan regresi yang terbentuk dapat memenuhi persyaratan BLUE ini, yaitu uji normalitas, uji gejala multikolinearitas, dan uji gejala heterokedastisitas. Semua uji asumsi klasik telah dilakukan dan didapatkan hasil yang menunjukkan tidak adanya pelanggaran terhadap uji asumsi klasik (Tabel hasil uji asumsi klasik / Tabel 3, Tabel 4, dan Gambar 1, 2, 3 terlampir).

Analisis Hasil Pengujian Model

1. Hasil Pengujian Model 1

Dari Tabel 5 terlihat bahwa pengujian secara simultan menghasilkan perbandingan nilai sig. $0,000 < \alpha 0,05$ maka H_0 diterima. Artinya secara simultan semakin tinggi pengungkapan informasi komprehensif yang dilakukan oleh perusahaan kepada publik, semakin tinggi tingkat harga saham, semakin rendah standar deviasi *return*, semakin tinggi volume saham yang diperdagangkan dan semakin sering frekuensi saham yang diperdagangkan maka akan semakin kecil *spread* atau biaya asimetri informasi yang ditanggung oleh dealer. Dengan demikian model 1 yang digunakan dalam penelitian ini sudah cukup baik dalam menggambarkan variabel yang mempengaruhi tingkat likuiditas saham dalam dimensi *spread*. Koefisien determinasi yang dilihat dari nilai **Adj. R²** pada model 1 adalah 0,213. Artinya bahwa seluruh variabel independen (baik variabel independen utama maupun variabel independen kontrol) mampu menjelaskan variasi tingkat *spread* sebesar 21,3 %, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model 1 tersebut.

Tabel 5. Hasil Pengujian Model 1

Variabel Independen	Expecte	Koef	t-statisti	Prob.
(Constant)		0,419	6,265	0,000
DSCORE	(-)	-0,786	-4,346	0,000**
Ln_HARGA	(-)	-0,015	-2,201	0,030**
Ln_STDRET	(+)	0,000	0,050	0,960
Ln_VOLUME	(-)	-0,002	-0,523	0,603
Ln_FREQ	(-)	-0,012	-2,241	0,027**
N			97	
Adjusted R-squared			0,213	
F-statistic			14,358	
Prob. (F-statistic)			0,000**	

Pengujian regresi untuk hipotesa 1 pada model 1 menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -0,786 yang artinya pengaruh antara tingkat pengungkapan informasi secara komprehensif yang dilakukan oleh perusahaan terhadap *spread* adalah negatif, artinya bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi menyeluruh yang lebih baik dan lebih rinci kepada publik akan menurunkan tingkat *spread* saham sehingga akan semakin likuid saham perusahaan tersebut di pasar modal. Pengaruh ini signifikan pada level alpha 0,05 dan sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu.

1. Hasil Pengujian Model 2

Dari Tabel 6 terlihat bahwa pengujian secara simultan menghasilkan perbandingan nilai sig. $0,000 < \alpha 0,05$ maka H_0 diterima. Artinya secara simultan semakin tinggi pengungkapan informasi komprehensif yang dilakukan oleh perusahaan kepada publik, semakin tinggi tingkat harga saham, semakin rendah standard deviasi *return*, semakin tinggi volume saham yang diperdagangkan dan semakin sering frekuensi saham yang diperdagangkan maka akan semakin besar tingkat *depth* atau semakin dalam dan semakin tebal tingkat saham yang diperdagangkan. Dengan demikian model 2 yang digunakan dalam penelitian ini sudah cukup baik dalam menggambarkan variabel yang mempengaruhi tingkat likuiditas saham dalam dimensi *depth*. Koefisien determinasi yang dilihat dari

nilai **Adj. R²** pada model 2 adalah 0,960. Artinya bahwa seluruh variabel independen (baik variabel independen utama maupun variabel independen kontrol) mampu menjelaskan variasi tingkat *depth* sebesar 96 %, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model 2 tersebut.

Tabel 6. Hasil Pengujian Model 2

Variabel Independen	Expecte	Koef	t-statisti	Prob.
(Constant)		8,195	7,195	0,000
DSCORE	(+)	11,848	3,852	0,000**
Ln_HARGA	(+)	0,491	4,270	0,000**
Ln_STDRET	(-)	-0,745	-6,880	0,000**
Ln_VOLUME	(+)	0,103	1,518	0,132
Ln_FREQ	(+)	0,284	3,111	0,000**
N			97	
Adjusted R-squared			0,960	
F-statistic			51,433	
Prob. (F-statistic)			0,000**	

Pengujian regresi untuk hipotesa 2 pada model 2 menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 11,848 yang menunjukkan pengaruh antara tingkat pengungkapan informasi secara komprehensif yang dilakukan oleh perusahaan terhadap *depth* adalah positif artinya bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi menyeluruh yang lebih baik dan lebih rinci kepada publik akan meningkatkan tingkat *depth* saham sehingga akan semakin likuid saham perusahaan tersebut di pasar modal. Pengaruh ini signifikan pada level alpha 0,05 dan sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu.

1. Hasil Pengujian Model 3

Dari Tabel 7 terlihat bahwa pengujian secara simultan menghasilkan perbandingan nilai sig. $0,000 < \alpha 0,05$ maka H_0 diterima. Artinya secara simultan semakin tinggi pengungkapan informasi komprehensif yang dilakukan oleh perusahaan kepada publik, semakin tinggi tingkat harga

saham, semakin rendah standard deviasi *return*, semakin tinggi volume saham yang diperdagangkan dan semakin sering frekuensi saham yang diperdagangkan maka akan semakin tinggi tingkat *DTRS* atau semakin tinggi rasio perbandingan depth dengan spread sehingga semakin likuid saham perusahaan tersebut. Dengan demikian model 3 yang digunakan dalam penelitian ini sudah cukup baik dalam menggambarkan variabel yang dapat mempengaruhi tingkat likuiditas saham dalam dimensi rasio *DTRS*. Koefisien determinasi yang dilihat dari nilai **Adj. R²** pada model 3 adalah 0,979. Artinya bahwa seluruh variabel independen (baik variabel independen utama maupun variabel independen kontrol) mampu menjelaskan variasi tingkat *DTRS* sebesar 97,9 %, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model 3 tersebut.

Tabel 7. Hasil Pengujian Model 3

Variabel Independen	Expect	Koef	t-statisti	Prob.
(Constant)		21,755	13,338	0,000
DSCORE	(+)	9,268	2,104	0,038*
Ln_HARGA	(+)	0,056	0,341	0,734
Ln_STDRET	(-)	-1,550	-9,992	0,000*
Ln_VOLUME	(+)	-0,029	-0,302	0,763
Ln_FREQ	(+)	0,182	1,393	0,167
N		97		
Adjusted R-squared		0,979		
F-statistic		35,635		
Prob. (F-statistic)		0,000**		

Pengujian regresi untuk hipotesa 3 pada model 3 menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 9,268 yang menunjukkan pengaruh antara tingkat pengungkapan informasi secara komprehensif yang dilakukan oleh perusahaan terhadap rasio *DTRS* adalah positif artinya bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi menyeluruh yang lebih baik dan lebih rinci kepada publik akan meningkatkan rasio *DTRS* saham sehingga akan semakin likuid saham perusahaan tersebut di pasar modal. Pengaruh ini signifikan pada level alpha 0,05 dan sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu.

Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel kontrol, yaitu harga saham, volume transaksi saham, standard deviasi return saham, dan frekuensi perdagangan saham. Untuk penelitian selanjutnya, dapat memasukkan variabel kontrol lainnya yang berpengaruh terhadap *spread* dan *depth* seperti ukuran (*size*) perusahaan dan lain-lain.
2. Penelitian ini menggunakan tingkat pengungkapan yang komprehensif baik pengungkapan yang diwajibkan oleh Bapepam dan pengungkapan sukarela. Untuk penelitian selanjutnya, dapat menguji pengaruh pengungkapan sukarela terhadap tingkat likuiditas tanpa memasukkan pengungkapan wajib.
3. Penelitian ini tidak membedakan jenis industri perusahaan yang mungkin saja dapat mempengaruhi tingkat pengungkapan perusahaan dalam laporan tahunan, dan pengaruhnya terhadap likuiditas saham. Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk membedakan industri perusahaan.
4. Jumlah sampel yang terbatas, yaitu hanya sebanyak 100 perusahaan dari 393 perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 dan sebanyak 3 perusahaan dikeluarkan dari sampel penelitian karena memiliki saham tidur sehingga menghasilkan nilai *depth* dan *DTRS* yang negatif.

PENUTUP

Berdasarkan hasil analisis yang telah dipaparkan pada bab sebelumnya, maka dari penelitian yang bertujuan untuk mengetahui apakah tingkat pengungkapan informasi perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tingkat likuiditas saham perusahaan yang termasuk ke dalam saham Kompas 100 ini, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut.

1. Tingkat pengungkapan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *spread* relatif. Artinya semakin tinggi tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan, maka semakin rendah *spread* relatif saham dan tingkat likuiditas saham tersebut meningkat.
2. Tingkat pengungkapan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap total *depth*. Artinya semakin tinggi tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan, maka semakin tinggi tingkat total *depth* dan semakin tinggi juga tingkat likuiditas saham tersebut.
3. Tingkat pengungkapan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *depth to relative spread*. Artinya semakin tinggi tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan perusahaan, maka semakin tinggi tingkat *depth to relative spread* dan tingkat likuiditas saham itu semakin tinggi.
4. Pengungkapan informasi perusahaan masih memegang peranan dalam pengambilan keputusan berinvestasi bagi *investor*.

Terkait dengan beberapa keterbatasan yang ada dalam penelitian ini, maka pada penelitian-penelitian Selanjutnya disarankan agar:

1. Membedakan jenis industri perusahaan.
2. Daftar item (*checklist*) pengungkapan yang digunakan dalam penelitian berikutnya harap disesuaikan dengan peraturan penyajian dan pengungkapan informasi untuk masing-masing industri.
3. Memasukkan variabel independen lain yang menjadi determinan *spread*, *depth*, dan *depth to relative spread* dalam penelitian selanjutnya seperti ukuran perusahaan dan lain-lain.
4. Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menggunakan periode yang lebih panjang dengan kondisi pasar saham yang lebih stabil. Dengan dilakukan penambahan periode pada

penelitian selanjutnya, diharapkan dapat ditemukan keterkaitan antara indikator-indikator likuiditas seperti *spread* dan *depth* dengan tingkat pengungkapan informasi perusahaan.

REFERENSI

- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, Vol. 72.
- Bambang, D. S. (2009). *Pasar modal: Mekanisme perdagangan saham, analisis sekuritas, dan strategi investasi di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. UPP STIM YKPN, Petakan pertama, Nopember 2009.
- Ekaputra, I A. (2006). Determinan intraday bid-ask spread saham di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*. Mei, 5/ XXXV, 8-12.
- Ekaputra, I A., & Basharat, A. (2007). The impact of tick size reduction on liquidity and order strategy: Evidence from Jakarta Stock Exchange. *Journal of Economics and Finance in Indonesia*, 55(1), 89-104.
- Handa, P. & Schwartz, R.A. (1996). How best to supply liquidity to a securities market. *Journal of Portfolio Management*. Winter, 44-51.
- Harris, L. (2003). *Trading and exchanges: Market microstructure for practioners*. Oxford: University Press.
- Healey, P., Hutton, A., & Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*.
- Heflin, F. K. W., Shaw, & Wild, J.J. (2005). Disclosure quality and market liquidity. *Forthcoming, Journal of Financial Research*. pp. 1-17.
- Irma (2010). *Analisis pengaruh tingkat pengungkapan terhadap likuiditas saham*. Tesis Magister yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia.
- Komalasari. (2000). Asimetri informasi dan cost of equity capital. *Simposium Nasional Akuntansi*, sesi 3.
- Kyle, A. (1985). Continuous auctions and insider trade. *Econometrica*, pp. 1315-1335.
- Lee, C. M. Mucklow, C. B., & Ready, M. J. (1993). Spreads, depths, and the impact of earnings information: an intraday analysis. *The Review of Financial Studies*, 6(3), 345-374.
- Lehman, B.M., & Modest, D.M. (1994). Trading and liquidity on the Tokyo stock exchange: A Bird's eye view. *Journal of Finance*. 49/3. Pp. 951-984.
- Ningrum, S. A. (2007). *Analisis tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tahun 2005*. Skripsi sarjana yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia.
- Oktaviana, A. (2007). *Analisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap pengungkapan sukarela (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2007)*. Skripsi sarjana yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia.
- Purwoto, L., & Tandililin, E. (2004). The impact of tick size reduction on liquidity. *Gajah Mada International Journal of Business*, 6, 225-249.
- Sitanggang, J. (2002). *Faktor-faktor penentu tingkat pengungkapan sukarela terhadap tingkat likuiditas dan volatilitas harga saham*. Disertasi Doktor yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia, Indonesia.
- Stoll, H.R. (1978). The supply of dealer services of securities markets. *Journal of Finance*, 33, 1133-1151.

- Suripto. (1998). *Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan*. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) II.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-882.

Lampiran

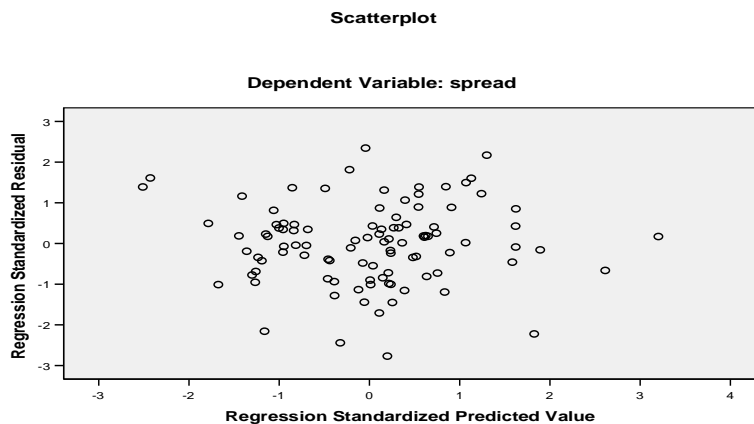
Tabel 3. Hasil Uji Normalitas dengan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

	<i>Unstandardized Residual</i>							
	Harga	Stdev	Vol	Freq	Depth	Spread	DTRS	Dscore
N	97	97	97	97	97	97	97	97
Mean	6,110	4,770	14,92	5,191	13,34	0,058	17,32	0,227
Standar deviasi	1,754	1,804	3,574	1,949	2,997	0,120	3,774	0,068
Kolmogorov-Smirnov	0,703	0,703	1,945	1,356	1,854	3,805	2,446	0,967
Asymp. Sig (2-tailed)	0,707	0,706	0,052	0,056	0,061	0,059	0,099	0,308

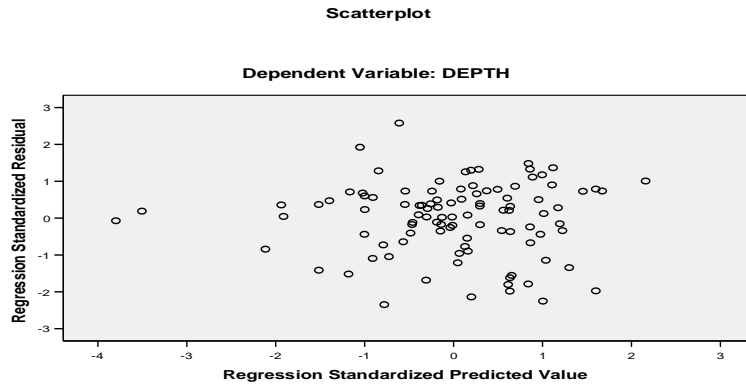
Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel Independen	Model 1		Model 2		Model 3	
	<i>Tol</i>	VIF	<i>Tol</i>	VIF	<i>Tol</i>	VIF
LN DSCORE	0,612	1,633	0,879	1,138	0,792	1,147
LN HARGA	0,635	1,555	0,651	1,537	0,689	1,534
LN STDEV	0,676	1,480	0,716	1,397	0,729	1,423
LN VOLUME	0,441	2,270	0,468	2,136	0,487	2,256
LN FREQUENCY	0,816	1,225	0,816	1,225	0,852	1,625

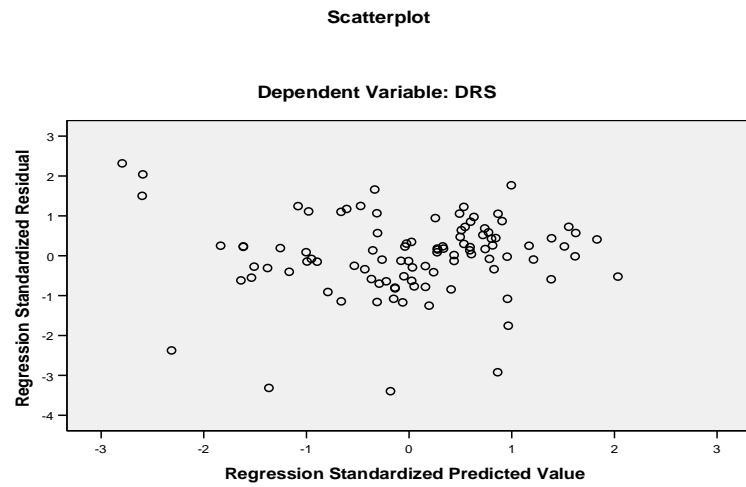
Hasil Uji Heteroskedastisitas



Gambar 1



Gambar 2



Gambar 3