

## ANALISIS PENGARUH TINGKAT PENGUNGKAPAN TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM

**Irma SE., M.Sak**

Fakultas Ekonomi Universitas Terbuka

Irma@ut.ac.id

**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.*

**Key words:**

*Disclosure, Relative Spread, Total Depth, Depth to Relative Spread*

**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:*

*Pengungkapan, Spread Relatif, Total Depth, Depth to Relative Spread.*

## PENDAHULUAN

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 detil 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 Hasbrouck dan Schwarts (1988) dan 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 et al. (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*, 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 et al. (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* (DRS).

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.

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 kedalam 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), Rock (1989), 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 Tandelilin (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* (DRS). Semakin kecil nilai DRS mempunyai arti bahwa penurunan *depth* lebih besar dibandingkan dengan penurunan *spread* relatif, sehingga semakin rendah nilai DRS 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 *et al.* (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 *et. al.* (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 analisis. 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*.

## METODE PENELITIAN

### Metode Pengumpulan Data

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](http://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:

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

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

Model 3:

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

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 <i>Expected Sign</i>	Model 3.2 <i>Expected Sign</i>	Model 3.3 <i>Expected Sign</i>
DSCORE	$\beta_1$	(-)	(+)	(+)
HARGA	$\beta_2$	(-)	(+)	(+)
STDRET	$\beta_3$	(+)	(-)	(-)
VOLUM	$\beta_4$	(-)	(+)	(+)
FREQ	$\beta_5$	(-)	(+)	(+)

### Operasionalisasi Variabel

#### 1. Variabel Dependent

Variabel dependent dalam penelitian ini adalah indikator-indikator

likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan *relative bid-ask spread* atau *spread* relatif, *total depth*, dan rasio *depth to relative spread* (DRS).

### 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.

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

Dimana,

*Relative Spread<sub>i</sub>* = rata-rata *bid-ask spread* relatif pada saham perusahaan i

*A<sub>i,t</sub>* = penutupan harian harga jual terbaik (*ask*) saham perusahaan i pada hari t

*B<sub>i,t</sub>* = 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<sub>i</sub>* = 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)

$Bid\ depth_{i,t}$  = 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)

### C. Depth to Relative Spread (DRS)

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 Tandelilin (2004), DRS merupakan suatu rasio yang mengukur *trade-off* antara *spread* relatif dan total *depth* yaitu rasio dari total *depth* terhadap *spread* relatif. Semakin kecil nilai DRS mempunyai arti bahwa penurunan *depth* lebih besar dibandingkan dengan penurunan *spread* relatif, sehingga semakin rendah nilai DRS maka semakin likuid saham tersebut. Dalam penelitian ini DRS dapat dihitung dengan menggunakan formula 3.6 dan dilambangkan dengan DRS.

Depth to Relative Spread (DRS)<sub>i</sub> =

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

Dimana,

Depth to Relative Spread (DRS)<sub>i</sub> = rata-rata *depth* to *relative spread* perusahaan i

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

### 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 Suripto (1999), Sitanggang (2002), Andhariani (2005), 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.

Tabel 1. Tingkat Pengungkapan Komprehensif Perusahaan

No	Elemen Pengungkapan	Total Skor	Skor	%
1	Ikhtisar Data Keuangan	1552	2300	68
2	Laporan Dewan Komisaris	209	400	54
3	Laporan Direksi	227	400	58
4	Profil Perusahaan	1081	1800	62
5	Analisis dan Pembahasan	1350	2200	63
6	Tata Kelola Perusahaan	1470	2700	56
7	Tanggung Jawab Direksi	100	100	100
8	Laporan Keuangan Tahunan yang sudah	100	100	100
9	Tanda Tangan Dewan	190	200	95
10	<i>Background information</i>	219	500	45
11	<i>Financial Overview</i>	10	200	5
12	<i>Key-non financial statistics</i>	57	1000	6
13	<i>Projected Information</i>	208	1200	18
14	<i>Management Discussion and</i>	169	400	44
15	<i>R &amp; D activities</i>	15	400	4
16	<i>Employee information</i>	168	900	20
17	<i>Value added information</i>	0	200	0
	<b>Total</b>	7125	1500	47,5

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.

### 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 berikut akan menunjukkan statistik deskriptif dari masing-masing variabel.

Tabel 2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std.
SPREAD	97	0,00	0,70	0,058	0,12046
DEPTH	97	0,97	19,50	13,33	2,94723
DTRS	97	1,06	22,67	17,31	3,77426
DSCORE	97	0,31	0,74	0,47	0,06
HARGA	97	150,5	75980	3525,	9875,12
STDRET	97	0,25	8,46	4,769	1,80440
VOL	97	4257,	37549	19347	3573648
FREQ	97	0,04	9,12	5,191	1,94896

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.

### 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

Tabel 5. Hasil Pengujian Model 1

Variabel Independen	Expekted	Koef	t-statist	Prob.
(Constant)		0,419	6,265	0,000
DSCORE	(-)	-0,786	-4,346	0,000**
Ln_HARGA	(-)	-0,030	-2,201	0,030**
Ln_STDRET	(+)	0,000	0,050	0,960
Ln_VOLUME	(-)	-0,003	-0,523	0,603
Ln_FREQ	(-)	-0,001	-2,241	0,027**
N	97			
Adjusted R-squared	0,213			
F-statistic	14,358			
Prob. (F-statistic)	0,000**			

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 standard 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. R<sup>2</sup>* 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.

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

Tabel 6. Hasil Pengujian Model 2

Variabel Independen	Expected Sign	Koef	t-statistic	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**			

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. R<sup>2</sup>* 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.

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

Tabel 7. Hasil Pengujian Model 3

Variabel Independen	Expected Sign	Koef	t-statistic	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_VOLU	(+)	-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**			

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. R<sup>2</sup>* 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.

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.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

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 kedalam 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*.

### **Saran**

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

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk 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.

### **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.

### **DAFTAR PUSTAKA**

D. Susilo Bambang. (2009). *Pasar modal: mekanisme perdagangan saham, analisis sekuritas, dan strategi investasi di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. UPP STIM YKPN, cetakan pertama, Nopember 2009

Ekaputra. Irwan Adi. (2006). Determinan intraday bid-ask spread saham di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*. Mei, vol. 5/ XXXV, pp. 8 – 12.

- Ekaputra, Irwan Adi. Ahmad Basharat. (2007). The impact of tick size reduction on liquidity and order strategy: evidence from Jakarta Stock Exchange. *Journal of Economics and Finance in Indonesia*. vol. 55, no:1. pp. 89 - 104.
- Handa, P. & R.A. Schwartz. (1996). How best to supply liquidity to a securities market. *Journal of Portfolio Management*. Winter, pp. 44 - 51.
- Harris, Larry. (2003). *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford University Press.
- Healey, P., A. Hutton., & K. Palepu. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*.
- Heflin, F. Kenneth W. Shaw. John J. Wild. (2005). Disclosure quality and market liquidity. *Forthcoming, Journal of Financial Research*. pp. 1 - 17.
- Irma (2010). Analisis Pengaruh Tingkat Pengungkapan Terhadap Likuiditas Saham. *Tesis Fakultas Ekonomi Program Pasca Sarjana Ilmu Akuntansi (PPIA) Universitas Indonesia*.
- Komalasari. (2000). Asimetri informasi dan cost of equity capital. *Simposium Nasional Akuntansi*, sesi 3.
- Lee, C. M. C. Belinda Mucklow. Mark J. Ready. (1993). Spreads, depths, and the impact of earnings information: an intraday analysis. *The Review of Financial Studies*. Vol. 6, no. 3, pp. 345 - 374.
- Ningrum, Agustin Setya. (2007). Analisis tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tahun 2005. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Oktaviana, Ardiasih. (2007). Analisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap pengungkapan sukarela (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2007). *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Reilly, Frank K. & Brown Keith C. (1997). *Investment analysis and portfolio management*, fifth edition. Dryden Press, pp. 209 - 210.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, vol.11, no. 2, pp 801 - 882.

**Lampiran**

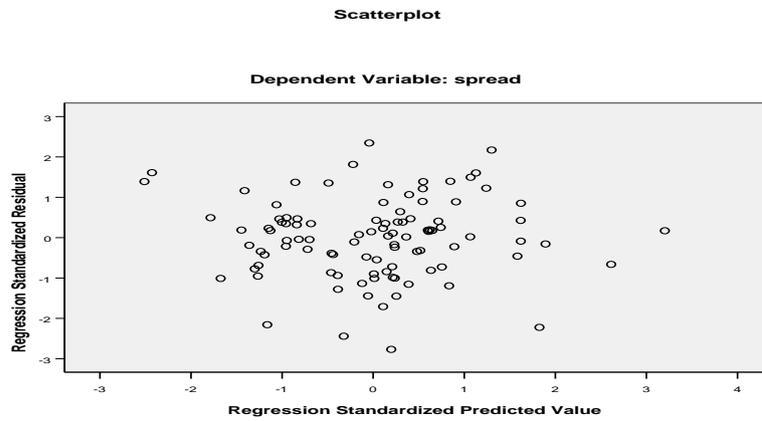
**Tabel 3. Hasil Uji Normalitas dengan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test***

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

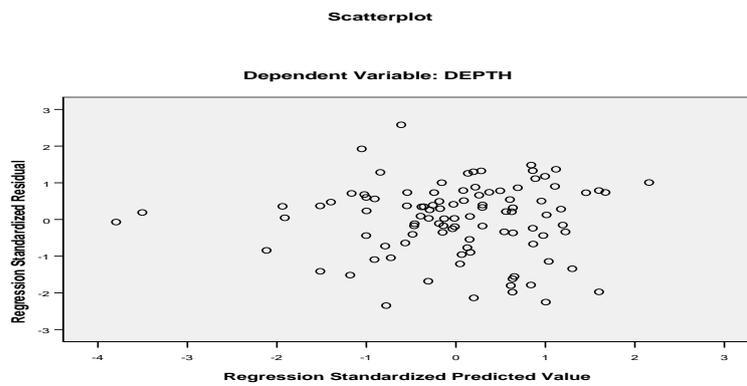
**Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas**

<b>Variabel Independen</b>	<b>Model 1</b>		<b>Model 2</b>		<b>Model 3</b>	
	<i>Tol</i>	<b>VIF</b>	<i>Tol</i>	<b>VIF</b>	<i>Tol</i>	<b>VIF</b>
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

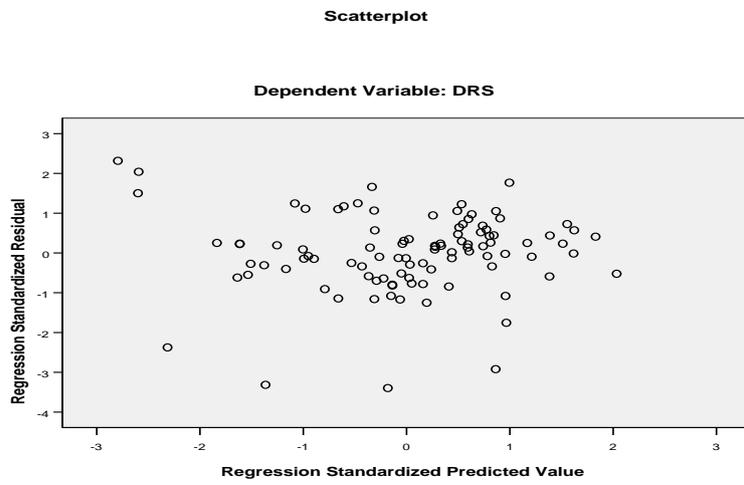
### Hasil Uji Heteroskedastisitas



*Gambar 1*



*Gambar 2*



*Gambar 3*