



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS HUBUNGAN TRANPARANSI PERUSAHAAN DENGAN
TINGKAT DAN VOLATILITAS LIKUIDITAS SAHAM**

SKRIPSI

**SAMUEL KRISSANDI
0806351962**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI AKUNTANSI
DEPOK
JANUARI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS HUBUNGAN TRANPARANSI PERUSAHAAN DENGAN
TINGKAT DAN VOLATILITAS LIKUIDITAS SAHAM**

SKRIPSI

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi

**SAMUEL KRISSANDI
0806351962**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI AKUNTANSI
DEPOK
JANUARI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Samuel Krissandi

NPM : 0806351962

Tanda Tangan :



Tanggal : 20 Januari 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Samuel Krissandi

NPM : 0806351962

Program Studi : S1 Reguler – Akuntansi

Judul Skripsi : Analisis Hubungan Transparansi Perusahaan dengan Tingkat dan Volatilitas Likuiditas Saham

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Evony Silvino Violita S.E., Ak., M.Com

(*Evony Silvino Violita*)

Ketua : Wasilah, S.E, M.E.

(*Wasilah*)

Anggota : Dwi Hartanti, S.E., M.Fc

(*Dwi Hartanti*)

Ditetapkan di : Depok, Jawa Barat

Tanggal : 20 Januari 2012

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Sang Alfa dan Omega, Tuhan Yesus Kristus atas segala berkat dan anugerah-Nya sehingga penulis bisa menyelesaikan skripsi ini sehingga bisa mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi.

Tak lupa, penulis juga ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya pada pihak-pihak berikut ini:

1. Ibu Evony Silvino Violita, selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk membantu menyelesaikan skripsi ini. Terima kasih atas segala masukan, saran, nasehat, dan pencerahannya. Tanpa Ibu mungkin saya masih tertatih-tatih di pojokan sambil meratap hehehe. Semoga disertai Ibu berjalan lancar dan segera jadi doctor ya ☺.
2. Ibu Dwi Hartanti dan Ibu Wasilah yang mau meluangkan waktunya untuk menguji penulis dan telah jadi penguji yang baik hati. Terima kasih atas segala masukan, saran, dan kritik yang membangun selama sidang dan penyelesaian revisi. Penulis beruntung sekali bisa dapat penguji bagai Dewi kayak Ibu-Ibu sekalian.
3. Para karyawan perpustakaan yang mau ngasih diskon pinjaman buku telat, pihak birpen, ruang skripsi, dan departemen akuntansi yang udah mau dengan ramah dan sabar membantu penulis dengan segala printilan kaga jelas yang penulis kaga ngarti dan males ngurusin.
4. Kedua orang tua penulis, Peter Hidayat Rahardja dan Shirley Rundengan, yang mau nggedein anak yang kerjanya makan ama molor terus. Yang tabah-tabah aja anaknya ip nya ga naik-naik. Yang pengertian sama anaknya jarang pulang sejak di Depok. Yang percaya-percaya aja kalo anaknya bilang ga ada tugas makanya maen mulu. Makasih banget doa, didikan dan segala kebaikannya. Sekarang saatnya berusaha membalas budi !
5. Orang terdekat penulis, Edriaty Natalia (sejuta ato semilyar ucapan syukur dan terimakasih mau diucapin, sayang halamannya ga cukup), yang dengan segala kesabarannya dan ketulusannya banyak sekali memberi pelajaran pada penulis. Yang mau meladeni ketidakwarasan dan kengacoan penulis, dan yang tidak pernah lelah memberikan semangat dan energi positif. Yang mau-mau aja dibujuk mesen makanan banyak mulu (akal bulus penulis, supaya dapat hibah makan gratis). Yang selalu mengajarkan penulis untuk bersyukur atas segala sesuatu ☺.
6. BMW (Bebek Merah Warnanya) Vario B 6423 BTO kesayangan yang udah menemani penulis mulai dari keterima UI, melanglang buana bersama dan tentu udah jatuh, keujanan, kepanasan, dan tertatih bersama dan akhirnya baret-baret kaga jelas sampe ditiduri kucing segala, gile-gile berjasa banget ni motor diajak keliling-keliling mulu tapi sering lupa diservis. Juga tidak lupa laptop lama penulis yang akhirnya rusak karena discharge semaleman mulu, trima kasih pada lepi sekarang yang membuat main FM jadi makin lancar.
7. Teman-teman penulis yang dari waktu kenal ude kaga jelas, kaga beres, trus makin sempurna tapi tetep kaga bantuin. Ente-ente selalu menghadirkan keceriaan serta warna dalam kehidupan sehari-hari awak yang “religius” ini. Sepi kali ini kuliah klo ga ade lo pade nyet, Teruntuk Arnold, Benji, Bram, Arman, Encek, Deo, Kapten

- (SEmpurna), Ingan, Abau, Nanda, Nusa, Silabus, Tepen, Randall, Yando, Danper, Quito, Aji. Salam lontong atas nama dots dan kobs ! Danper kims aja sendiri. Sukses yang bakal nyusun TA, cepet nyusul lulus jing ! Susah kayaknya nemu makhluk-makhluk ajaib kayak ente-ente, jangan jadi normal ye pkoknya lo pade. Entar dunia jadi normal kan ga afdol. Hidup Group No Name !
8. Teman-teman senasib dalam menghadapi deadline skripsi dan melawak, Tika (eh Tik, lo tobat ye, jangan mesum-mesum mulu), Monita, Ester, Arnold Pantat (Semangat Nold !), Christy. Sering banget kite nangkring d ruang skripsi malah bkin gaduh, terutama tragedy modem Aha-Aha hahaha. Gara-gara ni skripsi gw tau di FE ada yang namanya PDEB sama ruang skripsi setelah 3 taun kuliah hahaha.
 9. Teman-teman Cornelius, kosan semester 1-6, Ray, Rahel, Verdy, Yovin, dan Jo. Terima kasih atas segala ilmu, pelajaran, dan lawakan yang dibagi dengan penulis. Sukses selalu buat ente2 skalian ! Ga nyesel banget sempet kos disitu, anaknya ajaib-ajaib bener.
 10. Teman-teman seperguruan Lalolo Castle, kosan paling Las Vegas di kutek, tempat penulis mengungsi sampe semester 6 dan akhirnya menjadi habitat penulis di semester 7. Terima kasih atas segala lawakan dan ajaran dari orang-orang paling sempurna, teruntuk Tito, Joseph , Andre, Heru, Jati, Vandes, dan Mando. Lo pada sih enak, sempurna!
 11. Keluarga IAF'09; ATV'09; TST'09; Kompek'09; OPK'09,'10,(calon)'11; PORTRAITS'10; JD'10; JGTC'11, SPA 09-10, LIFO '10, dan KUKSA. Terimakasih banget mau bekerja sama dan mau menaungi penulis yang masih banyak bikin kacau. Terima kasih atas segala pembelajarannya, segalanya membuat penulis menjadi orang yang lebih baik. Buat Bung Upil, rekan kerja terlama penulis, terimakasih atas segala kerjasama yang sangat membantu penulis mengembangkan diri, smoga ada kesempatan kerja bareng lagi, sukses kerjanya ! jangan lupa skripsinya ! Langgeng trus nikah ama Mute !
 12. Teman-teman SMA penulis, Dhani, Jonas, Eirenio, Ronny, Adi, Britot. Gile bray, ude tua aja kite, trimakasih atas segala bantuan, debat, diskusi, dan lawakan yang menemani penulis dari usia belasan sampe sekarang ini uda kepala 2 umurnya. Tongkrongan dari Warjok ga akan terlupakan. Jangan jadi waras ya !
 13. Warung Poci, teruntuk Babeh, Ibu, dan Andri dengan keramahannya yang begitu tulus (apalagi kalo penulis ngutang). Trimakasih poci memenuhi asupan gizi penulis sejak semester awal. Semoga kesuksesan warung poci selalu abadi ! Hidup warung poci, Bravo tuna ! Warkop Kenanga, yang menemani penulis ngerjain skripsi dan membulatkan perut, indomi, teh manis, kopi, josua, dan burjo. Terima kasih buat peraciknya, kang Asep !
 14. Pihak lain yang terlibat dalam kehidupan dan skripsi penulis dan tidak bisa diucapkan satu persatu, karena nanti over-kuota halamannya hehe ! Trima kasih semuanya ! Semoga Inter Milan jaya selamanya !Forza Inter ! Pazza Inter Amala !

Depok, Januari 2012
Samuel Krissandi

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Samuel Krissandi
NPM : 0806351962
Program Studi : S1 Reguler
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Skripsi

demikian demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Hubungan Transparansi Perusahaan dengan Tingkat dan Volatilitas Likuiditas Saham

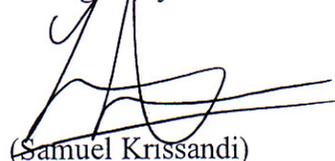
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian Pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 20 Januari 2012

Yang menyatakan


(Samuel Krissandi)

Abstrak

Nama : Samuel Krissandi
Program Studi : Akuntansi
Judul Skripsi : Analisis Hubungan Transparansi Perusahaan Terhadap Tingkat dan Volatilitas Likuiditas Saham

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan dari penerapan transparansi perusahaan terhadap tingkat dan volatilitas likuiditas. Transparansi perusahaan diukur melalui rata-rata ranking persentil dua indikator, yaitu estimasi manajemen laba dan penggunaan jasa KAP BIG4. Tingkat likuiditas diukur menggunakan dua *proxy*, yaitu tingkat *bid-ask spreads* dan *price impact measures*. Volatilitas likuiditas diukur dengan standar deviasi tahunan dari *price impact* harian. Sampel penelitian ini adalah 61 perusahaan manufaktur yang konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2008-2010. Hasil pengujian terhadap tingkat likuiditas secara konsisten menunjukkan bahwa transparansi akan meningkatkan tingkat likuiditas saham perusahaan. Pengujian selanjutnya menemukan bahwa transparansi menurunkan tingkat volatilitas likuiditas saham.

Kata kunci: Transparansi, Manajemen Laba, Saham, Likuiditas, Volatilitas

Abstract

Name : Samuel Krissandi
Study Program : Accounting
Judul Skripsi : Analysis of Relationship Between Firm's Transparency and Stock Liquidity and Liquidity Volatility

This research focuses to the relationship between firm's transparency and stock liquidity and volatility. Transparency is measured by average of percentile rank from two indicators, which are earning management estimation and the use of BIG4 Auditor. Liquidity is measured by two proxies, the bid-ask spreads and price impact measure. This research uses 61 manufacture firms that are consistent to be listed in Bursa Efek Indonesia (BEI) from 2008-2010. This research proves that transparency consistently has positive significant relationship with both firm's stock liquidity using each liquidity proxy. From the next test, I found that transparency has negative significant relationship with stock's liquidity volatility.

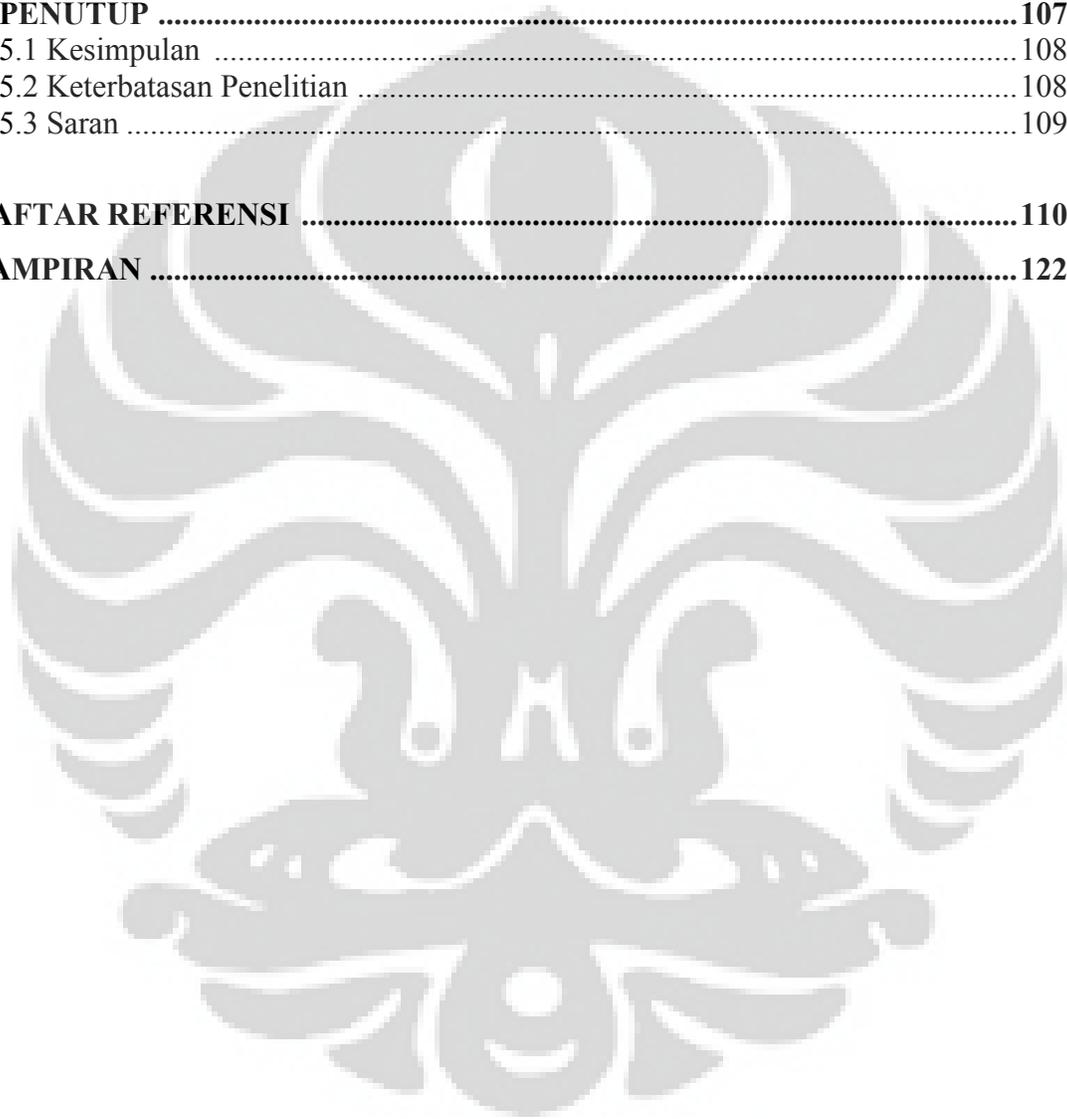
Kata kunci: Transparency, Earnings Management, Stock, Liquidity, Volatility

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	v
KATA PENGANTAR	vi
ABSTRAK.....	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.5 Manfaat Penelitian	5
1.6 Metodologi Penelitian.....	6
1.7 Sistematika Penulisan	7
2. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.....	8
2.1 Good Corporate Governance	8
2.1.1 Teori Keagenan	8
2.1.2 Masalah Keagenan	9
2.1.2.1 Masalah Keagenan Antara Manajer dan Pemegang Saham	11
2.1.3 Penerapan Good Corporate Governance.....	12
2.2 Transparansi Perusahaan	14
2.2.1 Biaya Transparansi	17
2.3 Manajemen Laba	18
2.3.1 Motivasi Manajemen Laba	19
2.3.2 Teknik Manajemen Laba	21
2.4 Akuntan Publik dan Kualitas Audit	25
2.4.1 Akuntan Publik dan Kantor Akuntan Publik	25
2.4.2 Jasa Audit.....	26
2.4.3 Kualitas Audit.....	27
2.4.3.1 Ukuran KAP.....	27
2.5 Likuiditas Saham	28
2.5.1 Pengukuran Likuiditas	30
2.5.1.1 Metode <i>bid-ask spread</i>	30
2.5.1.2 Metode <i>price impact measure</i>	30
2.5.1.3 Metode <i>zero-return days</i>	31
2.6 Volatilitas Likuiditas	32
2.7 Transparansi, Likuiditas, dan Volatilitasnya	34
2.8 Penelitian Terdahulu	37

2.9 Pengembangan Hipotesis	39
3.METODOLOGI PENELITIAN.....	41
3.1 Kerangka Pemikiran	42
3.2 Sampel dan Data Penelitian	42
3.3 Model Penelitian	43
3.4 Operasionalisasi Variabel	47
3.4.1 Variabel Independen	47
3.4.1.1 Transparansi.....	47
3.4.1.2 Manajemen Laba.....	47
3.4.1.3 Kualitas Audit	50
3.4.2 Variabel Dependen.....	50
3.4.2.1 Tingkat Likuiditas.....	50
3.4.2.2 Volatilitas Likuiditas.....	52
3.4.3 Variabel Kontrol	53
3.4.3.1 Model 1	53
3.4.3.2 Model 2	54
3.4.4 Fungsi Logaritma Natural.....	56
3.5 Teknik Pengolahan Data	56
3.6 Uji Asumsi Klasik.....	56
3.6.1 Multikolinearitas	56
3.6.2 Heteroskedastisitas.....	57
3.6.3 Normalitas.....	57
4.ANALISIS DAN PEMBAHASAN	58
4.1 Seleksi Sampel	58
4.2 Deskriptif Statistik	58
4.2.1 Model Transparansi dan Likuiditas	58
4.2.2 Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas.....	62
4.2.3 Model Manajemen Laba	66
4.3 Model Manajemen Laba	69
4.3.1 Uji Model Manajemen Laba	69
4.3.2 Hasil Regresi Model Manajemen Laba.....	69
4.3.2.1 Uji Asumsi Klasi.....	69
4.3.2.2 Analisis Hasil Regresi Model Manajemen Laba 1	71
4.3.2.3 Analisis Hasil Regresi Model Manajemen Laba 2	74
4.4 Model Transparansi dan Tingkat Likuiditas	77
4.4.1 Uji Model Transparansi dan Tingkat Likuiditas.....	77
4.4.2 Hasil Regresi Model Transparansi dan Tingkat Likuiditas	78
4.4.2.1 Uji Asumsi Klasik.....	78
4.4.2.2 Analisis Hasil Regresi Transparansi dan <i>bid-ask spread</i>	81
4.4.2.3 Analisis Hasil Regresi Transparansi dan <i>price-impact</i>	87
4.5 Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas.....	92
4.5.1 Uji Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas.....	92
4.5.2 Hasil Regresi Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas	94

4.5.2.1 Uji Asumsi Klasik.....	94
4.5.2.2 Analisis Hasil Regresi Transparansi dan Volatilitas Likuiditas.....	96
4.6 Ikhtisar Hasil Penelitian.....	103
4.6.1 Transparansi dan Tingkat Likuiditas.....	104
4.6.2 Transparansi dan Volatilitas Likuiditas.....	105
4.6.3 Perbandingan Hipotesis dan Hasil Penelitian.....	106
5. PENUTUP.....	107
5.1 Kesimpulan.....	108
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	108
5.3 Saran.....	109
DAFTAR REFERENSI.....	110
LAMPIRAN.....	122



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Tabel Deskriptif Statistik Model 1.....	58
Tabel 4.2 Tabel Deskriptif Statistik Model 2.....	62
Tabel 4.3 Tabel Deskriptif Statistik Model Manajemen Laba	66
Tabel 4.4 Tabel Hasil Regresi Model Manajemen Laba 1	71
Tabel 4.5 Tabel <i>goodness of fit</i> Model Manajemen Laba 1.....	74
Tabel 4.6 Tabel Hasil Regresi Model Manajemen Laba 2	74
Tabel 4.7 Tabel <i>goodness of fit</i> Model Manajemen Laba 2.....	77
Tabel 4.8 Tabel Hasil Regresi Transparansi dan <i>Bid-Ask Spreads</i>	81
Tabel 4.9 Tabel Hasil Regresi Transparansi dan <i>Price-impact</i>	88
Tabel 4.10 Tabel Perbandingan R-Squared Setiap <i>Proxy</i> Likuiditas	89
Tabel 4.11 Tabel Hasil Regresi Transparansi dan Volatilitas Likuiditas	97
Tabel 4.12 Tabel Rangkuman Hubungan Transparansi – <i>Bid-Ask Spreads</i>	103
Tabel 4.13 Tabel Rangkuman Hubungan Transparansi – <i>Price Impact</i>	104
Tabel 4.14 Tabel Rangkuman Hubungan Transparansi – Volatilitas Likuiditas...	105



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 – Daftar Perusahaan Sampel dan Periode Observasi	122
Lampiran 2 – Uji Asumsi Klasik	125
Lampiran 3 – Hasil Regresi E-Views	125



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Skandal keuangan yang terjadi pada sektor industri dan keuangan dalam beberapa dekade terakhir telah meningkatkan perhatian terhadap kebutuhan informasi mengenai praktek dan etika bisnis perusahaan. Hal ini menyebabkan tuntutan implementasi *good governance* (GCG) pada perusahaan dalam seluruh aktivitas perekonomian tidak dapat dielakkan lagi. Apabila kondisi *good governance* dapat dicapai maka diharapkan terwujudnya negara yang bersih (*clean government*) dan terbentuknya masyarakat sipil (*civil society*) serta tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) bukan merupakan impian lagi. Oleh karena itu, tuntutan ditegakkannya *good corporate governance* (GCG) merupakan suatu keharusan yang tidak bisa ditawar-tawar lagi. Salah satu prinsip dari GCG adalah masalah transparansi, yaitu keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.

Dalam *OECD Principles of Corporate Governance* (OECD, 2004) disebutkan bahwa “*The corporate governance framework should ensure that timely and accurate information is disclosed and all material matters regarding the financial situation, performance, ownership, and governance of the company.*” Berdasarkan definisi tersebut dapat dilihat bahwa transparansi khususnya terhadap informasi material terkait dengan perusahaan merupakan hal penting dan direkomendasikan untuk mendasari kerangka konseptual penerapan *corporate governance*. Transparansi dan pengungkapan yang memadai dari posisi keuangan dapat memberikan gambaran yang jelas bagi investor tentang kinerja manajemen dalam menjalankan perusahaan. Merton (1987) pada Bailey et. Al (2005) mengemukakan bahwa investor saat melakukan pertimbangan untuk melakukan investasi, cenderung hanya melakukan investasi pada perusahaan yang informasinya dapat diketahui secara jelas dan lengkap.

Penelitian yang dilakukan oleh Glisten dan Milgrom (1985) dan Kyle (1985) dalam Lang, Lins dan Maffett (2009) menunjukkan bahwa transparansi

yang rendah akan meningkatkan biaya transaksi dan kemudian menurunkan likuiditas. Sayangnya, transparansi yang merupakan salah satu aspek utama dalam pelaksanaan GCG nampaknya belum dipahami secara luas oleh komunitas bisnis dan publik pada umumnya. Alhasil, komunitas internasional masih menempatkan Indonesia pada urutan bawah *rating* implementasi GCG sebagaimana dilakukan oleh Standard & Poor, CLSA, PwC, Moody's Morgan, dan Calper's. Kajian PwC yang dimuat dalam *Report on Institutional investor Survey* (2002) pada Kaihatu (2003) menempatkan Indonesia di urutan paling bawah bersama Cina dan India dengan nilai 1.96 untuk transparansi dan pengungkapan. Faktor yang menyebabkan rendahnya nilai yang diberikan ini adalah penegakan hukum dan budaya *corporate governance* yang masih berada di titik yang rendah dibandingkan Negara-negara lain di Asia yang sedang bertumbuh.

Likuiditas merupakan aspek penting pada *asset pricing* (Amihud dan Mendelson, 1991) dalam Lang dan Maffett (2011). Baik saham ataupun obligasi, semakin rendah likuiditas dari aset, akan menyebabkan semakin tingginya biaya untuk memperdagangkannya, dan meningkatkan *expected returnnya*. Maksud dari pernyataan tersebut bukanlah bahwa investor lebih baik berinvestasi pada aset dengan likuiditas rendah, karena biaya transaksi yang tinggi dapat menghabiskan keuntungan dari *return* saham dan malah merugikan investor. Hanya investor dengan jangka waktu penguasaan aset yang lama yang dapat memperoleh keuntungan dari aset dengan likuiditas rendah. Semakin likuid suatu saham, semakin mudah saham tersebut bisa diperdagangkan dan sebaliknya. Maka likuiditas dari saham merupakan hal yang sangat menjadi pertimbangan dari investor, terutama *short-term investor*.

Berbagai penelitian telah menunjukkan bahwa investor cenderung memilih saham yang likuid dan transparansi dapat meningkatkan likuiditas dari perusahaan {Amihud, Mendelson, dan Pedersen (2005). Persaud (2003) dan McCoy (2003) menyatakan bahwa terdapat kepercayaan terkait likuiditas, yaitu perhatian utama pemilik modal tidak terbatas pada rata-rata tingkat likuiditas saham, namun juga pada volatilitas serta ketidakpastiannya. Investor cenderung memilih perusahaan dengan likuiditas yang dapat diperkirakan karena dengan begitu mereka dapat mengantisipasi dengan lebih baik biaya yang sekiranya akan ditanggung terkait

dengan transaksi tersebut (*transaction cost*). Likuiditas yang fluktuasinya sulit diprediksi menjadi kurang menarik bagi investor, karena secara matematis sulit menjamin kemungkinan bahwa mereka tidak akan mengalami kerugian.

Penelitian yang dilakukan oleh Brunnermeier dan Pedersen (2009) menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan akan secara natural memiliki hubungan positif dengan likuiditas pasar dan *return*. Jika suatu saham yang mengalami kesulitan likuiditas memiliki korelasi yang tinggi dengan saham lain serta pasar, biaya yang harus dikeluarkan untuk menjualnya tepat disaat investor ingin melikuidasi saham tersebut akan menjadi tinggi.

Likuiditas dapat “mengering” secara ekstrim saat para penyedia likuiditas atau investor menolak untuk berinvestasi pada aset dengan tingkat ketidakpastian yang tinggi (Vayanos, 2004). Dengan berkurangnya ketidakpastian mengenai nilai intrinsik, transparansi memiliki potensi untuk menurunkan tingkat volatilitas likuiditas. Model yang digunakan pada penelitian Brunnermeier dan Pedersen (2009) dan Vayanos (2004) menemukan bahwa likuiditas dapat mengalami pengeringan akibat *flight to quality*, yaitu ketika investor menghindari aset dengan tingkat ketidakpastian yang tinggi. Penelitian oleh Glosten dan Milgrom (1985) serta Kyle (1985) menunjukkan bahwa biaya transaksi dapat menyebabkan penurunan likuiditas jika perusahaan tidak menerapkan transparansi dengan baik.

Transparansi dapat mengurangi kesenjangan informasi antara manajemen dan investor berkurang serta akan mengurangi *agency problem* antara mereka. Likuiditas perusahaan cenderung lebih aman dari pengaruh yang ditimbulkan oleh likuiditas pasar dengan adanya informasi yang spesifik terkait perusahaan, sehingga investor dapat mengantisipasi kondisi tersebut dengan mengandalkan informasi yang ada (Persaud, 2003). Vayanos (2004) juga mendapatkan bahwa para pemilik likuiditas menjadi lebih *risk-averse* terhadap ketidakpastian terkait nilai fundamental dari aset. Bushman dan Smith (2001) mengemukakan bahwa pengaruh dari transparansi tidak terbatas pada modal saja. Transparansi perusahaan juga dapat secara langsung berkontribusi pada performa perusahaan dengan mendisiplinkan pihak manajemen dalam pemilihan investasi yang cermat, peningkatan efisiensi pada aset, dan berkurangnya ekspropriasi pada hak pemegang saham minoritas. Biddle dan Hilary (2006) dan Biddle et. Al (2009)

menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas laporan keuangan yang baik (misalnya memiliki sedikit kesalahan dalam menghitung *accrual*) cenderung mencapai level investasi tidak jauh dari yang telah diprediksi. Sebaliknya, perusahaan yang laporan keuangannya kurang baik cenderung *overinvest* (McNichols dan Stubben, 2008).

Investor cenderung akan memiliki kepercayaan lebih terhadap perusahaan yang memiliki transparansi informasi yang baik, sehingga meskipun pasar sedang mengalami penurunan performa, mereka tidak buru-buru melepas sahamnya sehingga harga saham perusahaan menjadi anjlok seiring kejatuhan pasar. Di masa sekarang ini, Indonesia sedang dalam proses untuk mencapai stabilitas, tentunya sangat membutuhkan sokongan dana dari para pemilik modal. Tentunya para pemilik likuiditas menginginkan ada informasi yang lengkap terkait investasi dan perusahaan tempat mereka mereka menanamkan modalnya. Transparansi informasi perusahaan akan memberikan pengaruh positif bagi kedua belah pihak, baik investor ataupun perusahaan. Ketidakpastian dan ketidakstabilan dalam likuiditas perusahaan harus dikurangi, maka dari itu, topik ini akan menjadi penting, karena dapat memberikan gambaran bagaimana transparansi secara empiris dapat memberikan pengaruh negatif pada ketidakpastian likuiditas pada perusahaan.

Penelitian ini utamanya didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Lang *et. Al* (2009) dan Lang dan Maffett (2011). Peneliti menggunakan masing-masing satu hipotesis dari penelitian tersebut untuk melakukan penelitian ini. Peneliti juga menyempitkan rentang pengujian, yang tadinya bulanan menjadi tahunan.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan pemaparan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, permasalahan utama yang akan dibahas pada penelitian ini adalah apakah ada hubungan antara transparansi dan volatilitas likuiditas pada perusahaan emiten manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yang ditanyakan dalam pertanyaan berikut:

1. Apakah transparansi memiliki hubungan yang signifikan terhadap tingkat likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia?
2. Apakah transparansi memiliki hubungan yang signifikan terhadap volatilitas likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai:

1. Hubungan transparansi perusahaan dan tingkat likuiditas saham
2. Hubungan transparansi perusahaan dan volatilitas likuiditas saham

1.4 Manfaat Penelitian

1. Penulis, dengan melakukan penelitian ini maka penulis akan mendapatkan pengetahuan yang lebih mendalam dan komprehensif mengenai penerapan transparansi informasi perusahaan dan hubungannya terhadap likuiditas dan volatilitasnya. Penelitian ini juga merupakan sebuah aplikasi dari teori yang didapat penulis selama perkuliahan.
2. Investor, secara empiris penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan referensi pengambilan kebijakan investasi bagi investor, terutama bagaimana investor sebaiknya memilih perusahaan dengan transparansi

tinggi untuk mengurangi risiko yang harus ditanggung saat memegang saham.

3. Perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat memberi pandangan baru pada perusahaan, dimana transparansi akan memperkuat saham perusahaan, terutama dalam meningkatkan likuiditas saham dan menurunkan risiko, sehingga akan menarik perhatian pemilik modal untuk berinvestasi
4. Akademisi, penelitian ini sekiranya dapat dijadikan referensi dalam penelitian-penelitian selanjutnya disamping sebagai sarana untuk menambah wawasan.

1.5 Metodologi Penelitian

Penelitian ini berbentuk *hypothesis testing* karena penulis akan menguji hipotesis yang muncul berdasarkan segala data dan informasi yang penulis peroleh melalui studi literatur. Adapun, metode penelitian yang digunakan adalah :

- Studi pustaka dengan menganalisis teori-teori terkait likuiditas perusahaan, transparansi perusahaan dan implementasi pengungkapan informasi yang secara spesifik akan berkaitan dengan tingkat pengambilan risiko investor.
- Data yang digunakan adalah sekunder berupa laporan keuangan Emiten di BEI, Osiris, data terkait fluktuasi harga saham, tingkat pengembalian saham, dan volume perdagangan saham di Yahoo Finance, dan klasifikasi industri berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* 2010. Sampel dari penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam kategori industri manufaktur dengan menggunakan teknik *purposive sampling*.

1.6 Sistematika Penelitian

Penelitian ini terdiri dari beberapa bagian yaitu:

- **Bab I : Pendahuluan**

Bab ini berisi latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan metodologi penelitian.

- **BAB II : Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis**

Bab ini membahas teori-teori dasar terkait transparansi perusahaan, likuiditas, volatilitas likuiditas, dan hubungan diantaranya. Dalam bab ini juga akan ditelusuri penelusuran masalah dan teori yang sesuai sehingga dihasilkan pengembangan hipotesis yang kemudian akan diuji dalam penelitian ini.

- **BAB III : Metodologi Penelitian**

Bab ini terdiri dari kerangka pemikiran, model penelitian, operasionalisasi variabel, data dan sampel, serta teknik pengujian.

- **BAB IV : Analisis dan Pembahasan**

Bab ini menekankan pada data deskriptif, analisis data dan pembahasan hasil analisis. Data deskriptif meliputi nilai dari masing-masing variabel independen yang akan dianalisis yaitu transparansi. Analisis data merupakan pengujian hipotesis, yaitu analisa dari hasil pengujian regresi yang dibandingkan dengan dugaan. Pembahasan hasil analisis akan dijelaskan secara kuantitatif dan kualitatif.

- **BAB V : Penutup**

Bab ini akan menguraikan kesimpulan dari hasil penelitian serta keterbatasan dan saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *Good Corporate Governance*

2.1.1 Teori Keagenan

Teori keagenan awalnya mulai berkembang pada 1960-an ketika pada saat itu para ekonom fokus untuk mengeksplorasi pembagian risiko (*risk sharing*) pada sejumlah individu atau kelompok yang berkepentingan dengan kegiatan ekonomi. Teori ini berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama dari teori keagenan menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (*agency*) yaitu manajer dalam bentuk kontrak kerja sama, dimana perusahaan dipandang sebagai *nexus of contract* (Jenson & Meckling 1976). Kontrak kerja yang dimaksud adalah kontrak kerja antara pemilik modal dengan manajer perusahaan.

Pagalung (2004) menekankan bahwa konsekuensi dari pandangan perpektif *agency theory* ini dapat menimbulkan permasalahan yang dapat digolongkan ke dalam dua golongan besar, yaitu permasalahan agensi (*agency problem*) dan pembagian risiko (*the problem of risk sharing*). Permasalahan agensi muncul ketika terjadi konflik kepentingan serta prioritas antara prinsipal dan agen terkait dengan pencapaian tujuan perusahaan dan adanya kesenjangan informasi (*information assymetry*). Adanya kesenjangan informasi akan menyebabkan prinsipal tidak memiliki informasi yang cukup mengenai kinerja dan agen sebaliknya agen memiliki lebih banyak informasi mengenai kapasitas diri, lingkungan kerja, dan perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan permasalahan pembagian risiko muncul ketika prinsipal dan agen memiliki perbedaan cara pandang yang berbebeda atas risiko itu sendiri.

Terdapat beberapa asumsi yang mendasari teori agensi, yaitu:

1. Asumsi terkait manusia, yaitu *self-interest*, *bounded rationality*, dan *risk aversion*.
2. Asumsi terkait organisasi, yaitu adanya konflik tujuan diantara anggota baik prinsipal maupun agensi, dan
3. Asumsi informasi yang memandang informasi sebagai suatu komoditas yang dapat dibeli

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, teori keagenan berkembang dalam dua kategori, yaitu teori agensi positif (*positivist agency theory*) dan riset prinsipal-agensi (*principal-agent research*). Teori keagenan positif merupakan teori agensi yang mengidentifikasi situasi yang berkaitan dengan terjadinya konflik tujuan antara prinsipal dan agensi dan menjelaskan mekanisme *governance* atas keterbatasan perilaku *self-serving agency*. Sementara *principal-agency research* merupakan teori agensi yang menekankan suatu teori umum yang berkaitan dengan hubungan prinsipal dan agensi. Teori tersebut dapat diaplikasikan ke dalam bentuk lainnya seperti hubungan antara manajer puncak dengan manajer menengah, pengacara dengan klien, pembeli dengan supplier, dan lain-lain.

2.1.2 Masalah Keagenan (*Agency Problem*)

Pendahuluan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan orang lain (*self-interest behavior*) merupakan salah satu sifat dasar yang dimiliki manusia. Sifat inilah yang memicu timbulnya masalah keagenan (*agency problem*) manakala perusahaan perseorangan berkembang menjadi lebih besar sehingga kepemilikan dan pengelolaan dilakukan secara terpisah (Utama dan Cynthia, 2003).

Masalah keagenan tersebut bisa terjadi karena adanya informasi yang asimetrik diantara pemilik dan manajer yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Menurut Scott (2009), terdapat dua macam asimetri informasi yaitu:

1. *Adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan investor pihak luar. Dan fakta yang mungkin dapat

mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan informasinya kepada pemegang saham.

2. *Moral hazard*, yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan.

Adanya kesenjangan informasi memungkinkan adanya konflik yang terjadi antara *principal* dan *agent* untuk saling mencoba memanfaatkan pihak lain untuk kepentingan sendiri. Eisenhardt (1989) mengemukakan tiga asumsi sifat dasar manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk adverse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut menyebabkan bahwa informasi yang dihasilkan manusia untuk manusia lain selalu dipertanyakan reliabilitasnya dan dapat dipercaya atau tidaknya informasi yang disampaikan.

Adanya konflik kepentingan menimbulkan suatu biaya yang harus ditanggung oleh prinsipal dalam upayanya meminimalisir konflik, yang disebut *agency cost*. Jensen and Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai jumlah pengeluaran yang dikeluarkan oleh prinsipal atas biaya *structuring*, *administering*, dan *enforcing* kontrak (baik formal maupun informal) ditambah dengan *residual loss*. Enforcement cost termasuk *monitoring* dan *bonding cost*. Penjelasan dari ketiga biaya tersebut adalah sebagai berikut:

1. Pengeluaran oleh prinsipal untuk memonitor agen dalam rangka membatasi aktivitas agen yang menyimpang. (*monitoring expenditure*)
2. *Bonding expenditures* oleh agen untuk memastikan bahwa ia tidak akan mengambil tindakan tertentu yang akan merugikan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan mendapatkan kompensasi jika ia mengambil suatu tindakan.
3. *Residual loss* yakni pengurangan kekayaan yang dialami oleh prinsipal atau hasil dari perbedaan antara keputusan agen dengan keputusan yang akan memaksimalkan kemakmuran prinsipal, setara dalam dollar, jika

dianggap prinsipal dan agen telah melakukan aktivitas *monitoring* dan *bonding* secara optimal

Jadi, *agency cost* meliputi semua biaya yang sering disebut sebagai *contracting cost*, *moral-hazard cost*, *transaction cost*, dan *information cost*.

2.1.2.1 Masalah Keagenan Antara Manajer Dengan Pemegang Saham

Pemilik bertujuan untuk memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan sedangkan manajer bertujuan pada peningkatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Seperti yang dikutip Utama dan Cynthia (2003) dari Douglas dan Finnerty (1997) menegaskan bentuk masalah seperti ini:

- *Employee Perquisites*: Mencakup keuntungan langsung
- *Employee effort*: Karyawan yang melakukan pekerjaan tanpa memberikan upaya yang optimal
- *The Nondiversifiability of Human Capital*: Ketidakmampuan karyawan untuk mendiversifikasikan keahliannya terhadap kebijakan investasi perusahaan. Maka masalah dapat timbul pada investasi baru maupun investasi yang sudah ada. Pada investasi baru, manajer melakukan investasi di proyek dengan risiko yang rendah sehingga memberikan *return* yang rendah, manajer menganalisis proyek berdasarkan total risiko, dan lebih memilih menahan *free cash flow* agar sumber dana yang berada di bawah wewenang manajer meningkat dan mengurangi risiko likuiditas sehingga melewatkan proyek dengan NPV positif. Sedangkan terhadap investasi yang sudah ada ialah pembayaran upah yang sangat memuaskan karyawan untuk mendorong mereka bekerja sesuai dengan tujuan perusahaan (Douglas dan Finnerty, 1997).

2.1.3 Penerapan Good Corporate Governance

Corporate Governance pada arti sempit pada dasarnya berbicara tentang dua aspek yakni *governance structure* dan *governance mechanism* pada suatu perusahaan. *Governance tsructure* adalah struktur hubungan pertanggungjawaban dan pembagian peran di antara berbagai organ pada suatu perusahaan.

Governance mechanism membicarakan tentang mekanisme kerja dan interaksi actual di antara organ-organ tersebut. Meskipun pada dasarnya *governance process* dipengaruhi oleh *governance mechanism*, mekanisme kerja dan interaksi actual di antara organ-organ korporasi dapat berjalan menyimpang dari struktur yang ada.

Dua teori utama yang terkait dengan *Good Corporate Governance* (GCG) adalah *stewardship theory* dan *Agency Theory* (Chinn, 2000; Shaw, 2003). *Stewardship theory* dibangun di atas asumsi filosofis mengenai sifat manusia yakni bahwa manusia pada hakekatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, memiliki integritas dan kejujuran terhadap pihak lain. Inilah yang tersirat pada hubungan *fidusia* yang dikehendaki para pemegang saham. Dengan kata lain, *stewardship theory* memandang manajemen sebagai dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik maupun *stakeholder*.

Sementara itu, *agency theory* memandang bahwa manajemen perusahaan sebagai agen dari para pemegang saham akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham. Pada perkembangan selanjutnya, *agency theory* mendapat respon yang lebih luas karena dianggap lebih menggambarkan keadaan yang sebenarnya.

GCG secara definitive merupakan system yang mengatur dan mengendalikan perusahaan kemudian menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholders* (Monks 2003). Terdapat dua hal utama yang ditekankan pada konsep ini, pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat sesuai waktunya, dan kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*.

Shaw (2003) menyatakan bahwa terdapat empat prinsip utama yang digunakan untuk menyusun konsep dari GCG yaitu *fairness*, *transparency*, *accountability*, dan, *responsibility*. Keempat prinsip tersebut penting karena penerapannya prinsip GCG secara konsisten terbukti dapat meningkatkan kualitas

laporan keuangan dan juga dapat menjadi penghambat aktivitas rekayasa kinerja yang mengakibatkan laporan keuangan tidak dapat menggambarkan nilai perusahaan secara sebenarnya. Berikutnya akan dijelaskan penjabaran terkait setiap komponen dari konsep GCG:

- *Fairness*: yaitu kepastian perlindungan atas hak seluruh pemegang saham dari penipuan (*fraud*) dan penyimpangan lainnya serta adanya pemahaman yang jelas mengenai hubungan berdasarkan kontrak diantara penyedia sumber daya perusahaan dan pelanggan
- *Transparency*: yaitu keterbukaan mengenai informasi kinerja perusahaan, naik ketepatan waktu maupun akurasi serta pengungkapan informasi yang material dan relevan (*disclosure*). Hal ini berkaitan erat dengan kualitas informasi akuntansi yang dihasilkan.
- *Accountability*: penciptaan system pengawasan yang efektif berdasarkan pembagian wewenang, peranan, hak, dan tanggung jawab dari pemegang saham, komisaris, direksi, manajer, dan auditor.
- *Responsibility*: yaitu pertanggungjawaban perusahaan kepada *stakeholders* dan lingkungan dimana perusahaan itu berada.

Berdasarkan *Indonesian Code of Corporate Governance (2001)*, terdapat empat prinsip utama yang harus diterapkan untuk mengimplementasikan GCG. Keempat prinsip tersebut telah dijelaskan sebelumnya. Berikutnya akan dijabarkan tujuan dari penyusunan prinsip tersebut:

1. Untuk memaksimalkan nilai dari pemegang saham serta perusahaan dengan mengupayakan transparansi, akuntabilitas, keandalan, pertanggung-jawaban, dan keadilan untuk memperkuat kemampuan kompetitif perusahaan secara domestik dan internasional, dan untuk membentuk lingkungan yang baik sehingga mendorong adanya investasi.
2. Untuk mendorong manajemen pada perusahaan untuk bertindak secara profesional, transparan, dan efisien; sambil mengoptimalkan dan menekankan independensi dari dewan komisaris, dewan direksi, dan komite audit.

3. Untuk mendorong pemegang saham dan anggota dewan komisaris serta direksi untuk membuat keputusan yang sesuai dengan moral yang ada, mematuhi peraturan yang berlaku, dan sejalan dengan tanggung jawab sosial mereka kepada para *stakeholders*.

2.2 Transparansi Perusahaan

OECD mendefinisikan transparansi sebagai “*A process by which information about existing conditions, decisions, and actions is made accessible, visible, and understandable.*” Berdasarkan Bushman, Piotroski, dan Smith (2004), transparansi didefinisikan sebagai keberadaan dari informasi spesifik dari perusahaan yang sahamnya diperdagangkan secara publik (misalnya laporan tahunan, pengungkapan yang dibutuhkan, laporan analisis, dan pengungkapan sukarela) terhadap pengguna yang tidak berhubungan langsung dengan operasi perusahaan (manajemen). Keberadaan dari informasi adalah hal yang penting bagi banyak pihak, seperti pemegang saham, pemilik piutang, aspek pemerintahan, dan serikat pekerja. Lang dan Maffett (2011) menyatakan bahwa perusahaan dengan transparansi yang baik akan memudahkan investor untuk melakukan pengawasan terhadap keputusan yang diambil oleh manajemen sehingga manajer kemungkinan hanya mengambil keputusan yang akan memberikan hasil positif pada perusahaan.

Menurut KNKG (Komite Nasional Kebijakan Governance) (2006), transparansi merupakan keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi material dan relevan mengenai perusahaan. Keterbukaan dalam pengambilan keputusan berarti seluruh pihak yang terlibat dalam pengambilan keputusan mengetahui dengan jelas pertimbangan dan alasan untuk alasan keputusan tersebut diambil. Transparansi merupakan landasan dari terciptanya kondisi *fairness* dalam bertransaksi.

Perkembangan atas kebijakan pengungkapan informasi terhadap hal-hal yang berkaitan dengan kebijakan perusahaan menjadi perhatian utama dalam dekade terakhir ini. Ketersediaan informasi yang dibutuhkan oleh user yang tidak hanya terbatas pada hal-hal esensial yang berkaitan dengan perusahaan secara

sempit tetapi juga ekonomi secara global. Pengungkapan yang baik dan memadai atas informasi yang dibutuhkan membantu perusahaan menarik investor dan kepercayaan kreditor, dan informasi tersebut juga memberikan kontribusi yang penting dalam proses pengambilan keputusan.

Transparansi perusahaan dapat ditinjau dari sudut pandang ekonomi maupun finansial. Identifikasi yang tepat terkait dorongan ekonomi dan finansial yang mempengaruhi transparansi perusahaan membutuhkan definisi dan kontekstualisasi mengenai peran perusahaan pada sistem ekonomi, dan lebih umumnya, dalam masyarakat. Coase (1937) dalam Madsen dan Vaccaro (2004) menyatakan bahwa perusahaan dibentuk untuk mengurangi biaya transaksi pasar, untuk mencapai *economies of scale*, dan dengan tujuan utama untuk memberi pelayanan pada masyarakat. Dengan adanya kompetisi antar perusahaan, perusahaan akan saling berlomba untuk berkinerja secara efektif dan efisien untuk menarik perhatian serta investasi dari investor.

Madsen & Vaccaro (2004) menyimpulkan bahwa terdapat tiga dorongan utama yang mempengaruhi transparansi informasi pada organisasi bisnis. Dorongan pertama datang dari konsumen yang menuntut adanya transparansi informasi yang tinggi. Dorongan kedua dapat digambarkan dari tekanan untuk mencapai eksistensi pada pasar, dimana kompetitor, untuk meningkatkan posisi mereka berusaha untuk mengumpulkan dan memanfaatkan informasi mengenai perusahaan lain. Dorongan ketiga direpresentasikan dari tekanan dari investor yang dapat memilih untuk menarik pendanaan mereka atas perusahaan jika keinginan mereka atas transparansi informasi tidak tercapai.

Transparansi mewajibkan adanya informasi yang terbuka, tepat waktu, jelas, dapat diperbandingkan terutama mengenai aspek keuangan, pengelolaan perusahaan, dan kepemilikan perusahaan. Menurut OECD dalam "*Trends in Information Disclosure and Market Transparency*", pengungkapan informasi yang efektif dipengaruhi oleh beberapa elemen antara lain:

1. *Timeliness*

Informasi yang bersifat material perusahaan harus diungkapkan secara periodik dengan memakai standar akuntansi yang berlaku internasional

2. *Completeness*

Laporan keuangan harus mencakup seluruh transaksi baik *on* atau *off balance sheet*.

3. *Consistency*

Kebijakan akuntansi harus diaplikasikan secara konsisten dan setiap perubahan harus diidentifikasi dan diungkapkan

4. *Risk Management*

Strategi yang dilakukan untuk mengendalikan risiko perusahaan harus diungkapkan

5. *Audit and Control Process*

Perusahaan harus memiliki sistem kontrol internal yang efektif dan laporan keuangan harus direvisi setiap tahun oleh auditor independen.

Keterbukaan informasi kepada publik dapat memberikan keputusan yang secara politis berpengaruh terhadap akuntabilitas manajemen dan dapat mengurangi ruang lingkup terjadinya korupsi. Transparansi juga merupakan hal esensial terhadap pemberdayaan yang lebih tepat terhadap alokasi sumber daya, efisiensi dan peningkatan pertumbuhan serta secara baik memberikan informasi terhadap posisi dan kegagalan pasar.

2.2.1 Biaya Transparansi

Pilihan yang diambil oleh perusahaan dalam penetapan kebijakan terkait pengungkapan dalam laporan akan dipengaruhi *trade-off* antara biaya dan keuntungan yang dapat dihasilkan melalui transparansi informasi perusahaan. Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan secara maksimal (Lang dan Maffett, 2011). Hal itu diakibatkan oleh rasionalisasi, dengan adanya tambahan pengungkapan, biaya yang dikeluarkan semakin banyak. Sejauh ini, belum ada banyak penelitian yang membahas biaya potensial dari transparansi, karena memang sulit untuk mengukurnya. Berikutnya akan

dijelaskan mengenai beberapa biaya yang memiliki kemungkinan besar menjadi biaya transparansi.

Yang pertama adalah biaya langsung dari transparansi. Contohnya adalah penggunaan kantor auditor BIG 4 tentunya akan membebankan biaya yang lebih mahal dibandingkan menggunakan jasa auditor yang bukan anggota BIG 4. Pada umumnya, upaya untuk memberikan pengertian dan mempertahankan keyakinan investor secara penuh dapat memberikan biaya yang lebih besar dibandingkan keuntungan tambahan yang kemungkinan bisa didapatkan. Berikutnya adalah biaya tak langsung dari transparansi. Biaya ini cenderung membebani perusahaan dengan nilai yang lebih besar dari biaya langsung. Contoh dari biaya tidak langsung adalah biaya untuk melakukan pengawasan pada manajemen, pemegang saham mayoritas, dan pada *stakeholder* lain. Manfaat utama dari *stakeholder* yang bisa didapatkan dari aktivitas transparansi berasal dari investor. Misal, pemegang *private debt* tidak sebegitu bergantungnya kepada informasi yang dipublikasikan perusahaan karena mereka memiliki akses langsung terhadap manajemen.

Penelitian yang dilakukan oleh Leuz *et al.* (2003) menemukan bahwa tingkat transparansi lebih rendah pada perusahaan yang cenderung mengambil keuntungan dari kurangnya aliran informasi tersebut. Kemudian, Bushman dan Landsman (2011) menemukan bahwa perusahaan cenderung melakukan kebijakan pengungkapan yang rasional, tanpa benar-benar mempertimbangkan manfaat ekonomi yang bisa didapatkan. Verrechia (1983) berpendapat bahwa meskipun transparansi dapat meningkatkan posisi dan kekuatan perusahaan pada pasar, perusahaan cenderung ragu untuk mengungkapkan informasinya karena informasi yang dikeluarkan tersebut bisa saja menguntungkan kompetitor mereka.

2.3 Manajemen Laba

Elemen pertama yang akan digunakan untuk mengukur transparansi dari perusahaan adalah tingkat manajemen laba. Menurut Healy dan Wahlen (1999), manajemen laba terjadi ketika manajer menggunakan pertimbangan (*judgment*) dalam pelaporan keuangan dan penyusunan transaksi untuk merubah laporan keuangan, dengan tujuan untuk memanipulasi besaran (*magnitude*) laba kepada

beberapa *stakeholders* tentang kinerja ekonomi perusahaan atau untuk mempengaruhi hasil perjanjian (kontrak) yang tergantung pada angka-angka akuntansi yang dilaporkan. Giroux (2004) mendefinisikan manajemen laba sebagai perencanaan dan kontrol terhadap sistem akuntansi dan pelaporan yang dilakukan untuk mencapai tujuan manajemen. Scott (2009) mendefinisikan manajemen laba sebagai pemilihan kebijakan akuntansi untuk mencapai tujuan khusus dalam pelaporan laba. Manajemen laba cenderung diakibatkan oleh adanya kesenjangan informasi antara manajemen dan pengguna informasi akuntansi. Kesenjangan ini menyebabkan manajemen memiliki ruang gerak yang cukup untuk menggunakan metode akuntansi yang berbebeda dalam menyusun laporan keuangan.

Scott (2009) mengemukakan beberapa bentuk manajemen laba yang dapat dilakukan oleh manajer:

a. *Taking a bath,*

Terjadi saat perusahaan mengalami reorganiasi, sehingga daripada mengkuai kerugian yang sedemikian besar di masa depan karena adanya *organizational stress*, maka perusahaan melakukan *write-off* terhadap aset setiap tahunnya. Akibatnya perusahaan akan tetap melaporkan laba yang positif di masa depan. Dikarenakan adanya *accrual reversal*, maka memungkinkan adanya peningkatan laba di masa yang akan datang.

b. *Income minimization,*

Terjadi ketika perusahaan sedang memiliki profitabilitas yang tinggi, manajer akan mengurangi jumlah laba yang dicantumkan untuk mengurangi pajak yang harus dibayarkan. Kebijakan akuntansi yang memungkinkan bentuk manajemen laba ini adalah percepatan penghapusan aset baik aktiva berwujud maupun aktiva tak berwujud, membebankan biaya iklan, R&D, biaya eksplorasi minyak dan gas yang berhasil, dan lain-lain.

c. *Income maximization,*

Terjadi berdasarkan *positive accounting theory*, manajer dapat melakukan aktivitas manajemen laba dalam bentuk *income maximization* atas laba bersih yang dilaporkan untuk tujuan bonus. Perusahaan yang dekat dengan

pelanggaran terhadap perjanjian hutang juga mungkin melakukan maksimisasi laba.

d. *Income smoothing*,

Terjadi berdasarkan *contracting perspective*, manajer yang cenderung menghindari risiko akan memilih *less variable bonus*, akibatnya manajer mungkin akan terdorong untuk melaporkan laba yang relatif stabil agar dapat memperoleh kompensasi yang konstan.

2.3.1 Motivasi Manajemen Laba

Giroux (2004) berpendapat bahwa manajemen laba yang dilakukan oleh manajer dilandasi oleh sikap oportunistik dari manajer dan *efficient contracting*. Perilaku oportunistik manajer akan berusaha memaksimalkan utilitasnya dalam menghadapi kontrak kompensasi dan hutang, serta *political cost* (Scott, 2009). *Positive Accounting Theory* (PAT) mengatakan bahwa manajer merupakan orang yang rasional seperti halnya investor, sehingga manajer akan memilih metode atau asumsi akuntansi yang akan dapat mencapai kepentingan mereka. Sikap oportunis ini direfleksikan dengan melakukan rekayasa keuangan melalui penerapan *incomeincreasing discretionary accruals*. Sedangkan pada *efficient contracting*, manajemen laba memberikan manajer suatu fleksibilitas untuk melindungi mereka dan perusahaan dalam mengantisipasi kejadian yang tidak terduga untuk keuntungan pihak yang terlibat kontrak (Dewi 2003).

Kusuma (2006) dalam Kadarusman (2007) berpendapat bahwa terdapat dua motivasi utama yang menyebabkan manajer melakukan manajemen laba, yaitu motivasi yang bersifat oportunistik dan motivasi untuk memberikan informasi (*signalling*) pada investor. Motivasi oportunistik dapat merugikan pengguna laporan keuangan karena informasi yang disampaikan manajemen menjadi tidak akurat dan tidak menggambarkan nilai fundamental perusahaan. Sikap oportunistik lebih dinilai dari sikap curang manajemen perusahaan yang diimplikasikan dalam laporan keuangan pada saat menghadapi *intertemporal choice* (kondisi dimana eksekutif menggunakan keputusan tertentu dalam melaporkan kinerja yang menguntungkan bagi dirinya sendiri ketika menghadapi situasi tertentu). Teori sinyal (*signalling theory*) secara umum membahas bagaimana seharusnya sinyal-

sinyal keberhasilan yang dicapai manajemen juga kegagalan yang dialaminya disampaikan kepada para pemilik badan usaha (*principals*). Pertanggungjawaban manajemen kepada para pemilik perusahaan dalam bentuk laporan keuangan dapat dianggap merupakan sinyal apakah manajemen telah berbuat sesuai dengan kontrak yang telah disepakati. Jika dikaitkan dengan karakteristik hubungan keagenan, maka dapat dipastikan bahwa manajer memiliki informasi yang lebih baik, lebih banyak, dan lebih cepat dibandingkan dengan pihak eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor sebagai pemakai spesifik juga pemakai lainnya. Artinya manajemen memiliki asimetri informasi sehingga mereka mampu mengendalikan informasi yang ada di dalam suatu badan usaha. Asimetri informasi inilah yang memberikan insentif kepada manajemen untuk melakukan *moral hazard* dalam bentuk manajemen laba (*earnings management*) dengan tujuan untuk memaksimalkan kemakmurannya.

Watts dan Zimmerman (1986) dalam Scott (2009) mengemukakan terdapat tiga faktor yang dapat mempengaruhi tindakan oportunistik manajer dalam melakukan manajemen laba:

(a) Kebijakan bonus (*Bonus plan factor*).

Dengan adanya penerapan program bonus yang didasarkan pada laba perusahaan, manajer akan cenderung memilih metode serta asumsi akuntansi yang akan meningkatkan pencatatan laba sehingga manajer dapat memaksimalkan bonus yang akan didapatkannya (Healy, 1985). Manajer kemungkinan akan menggeser pendapatan yang harusnya didapatkan di masa depan menjadi sekarang,

(b) Kontrak utang jangka panjang (*Debt covenant factor*).

Semakin dekat suatu perusahaan kepada waktu jatuh tempo perjanjian utang maka para manajer akan cenderung untuk memilih metode akuntansi yang dapat memindahkan laba periode mendatang ke periode berjalan dengan harapan dapat mengurangi kemungkinan perusahaan mengalami pelanggaran kontrak utang. (Dichev dan Skinner (2002) menemukan fakta bahwa manajer akan memilih kebijakan akuntansi yang akan mengelola *covenant ratio* yang ditetapkan, sehingga dapat memenuhi bahkan melebihi *covenant ratio* yang ditetapkan dalam perjanjian.

(c) **Motivasi politik (*Political motivation*).**

Perusahaan-perusahaan dengan skala besar dan industri strategis dan *political cost* tinggi cenderung untuk menurunkan laba guna mengurangi tingkat visibilitasnya terutama saat periode kemakmuran yang tinggi. Upaya ini dilakukan dengan harapan memperoleh kemudahan serta fasilitas dari pemerintah (Naim dan Hartono, 1996; Putra, 2000).

(d) **Prediksi analis (*Analyst forecast factor*)**

Manajer menggunakan manajemen laba untuk memenuhi prediksi pendapatan yang telah diprediksikan oleh para analis keuangan, karena kegagalan perusahaan dalam memenuhi prediksi analis ataupun prediksi investor dapat menyebabkan menurunnya reputasi perusahaan tersebut dan reputasi dari manajer. Penurunan reputasi perusahaan di mata investor dapat menyebabkan penurunan harga saham dan naiknya biaya modal perusahaan (Skinner dan Sloan, 2002)

2.3.2 Teknik Manajemen Laba

Banyak teknik-teknik *earning management* yang telah menjadi pusat berbagai penelitian. Penelitian sebelumnya mengklasifikasikan manajemen laba kedalam dua kategori besar, yakni: *real earnings management* (mempengaruhi *cash flows*) dan *accruals management* melalui perubahan dalam perkiraan dan kebijakan akuntansi. Roychowdury (2006) mengemukakan bahwa biaya dari manajemen laba berbeda diantara kedua kategori ini, dengan *real earnings management* secara umum dianggap lebih merugikan untuk perusahaan.

Suhendah (2005) mengutip Ayres (1994) yang menyatakan bahwa ada 3 faktor yang dapat dikaitkan dengan munculnya praktik manajemen laba oleh manajer demi meningkatkan prestasinya, yaitu:

1. **Manajemen akrual (*accruals management*).**

Faktor ini biasanya dikaitkan dengan segala aktivitas yang dapat mempengaruhi aliran kas dan juga keuntungan pribadi yang merupakan wewenang dari para manajer (*managers' discretion*), contohnya adalah percepatan atau penundaan pendapatan dan beban. Cara ini merupakan teknik manajemen laba yang paling umum digunakan.

3. Penerapan suatu kebijaksanaan akuntansi yang wajib (*adoption of mandatory accounting changes*).

Faktor ini berkaitan dengan keputusan manajer tentang waktu penerapan kebijakan akuntansi tertentu. Di banyak negara, untuk suatu kebijakan akuntansi baru yang bersifat wajib (*mandatory accounting policy*), badan akuntansi yang berwenang memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk menerapkan lebih awal dari waktu berlakunya. Para manajer tentu saja akan memilih menerapkan suatu kebijaksanaan akuntansi yang baru bila dengan penerapan akuntansi tersebut berdampak positif terhadap aliran kas maupun keuntungan perusahaan,

3. Perubahan akuntansi secara sukarela (*voluntary accounting changes*).

Faktor ini umumnya berkaitan dengan upaya manajer untuk mengganti atau mengubah suatu metode akuntansi tertentu dengan berbagai pilihan metode akuntansi yang sudah ada dan diakui oleh badan akuntansi yang berwenang.

Berbagai teknik yang dapat dilakukan dalam perataan laba (*income smoothing*), diantaranya ialah (Sugiarto, 2003) :

1. Perataan melalui waktu terjadinya transaksi atau pengakuan transaksi.

Pihak manajemen dapat menentukan atau mengendalikan waktu transaksi melalui kebijakan manajemen sendiri (*accruals*) misalnya: pengeluaran biaya riset dan pengembangan. Selain itu banyak juga perusahaan yang menggunakan kebijakan diskon dan kredit, sehingga hal ini dapat menyebabkan meningkatnya jumlah piutang dan penjualan pada bulan terakhir tiap kuartal dan laba terlihat stabil pada periode tertentu.

2. Perataan melalui alokasi untuk beberapa periode tertentu.

Manajer mempunyai wewenang untuk mengalokasikan pendapatan atau beban untuk periode tertentu. Misalnya: jika penjualan meningkat, maka manajemen dapat membebaskan biaya riset dan pengembangan serta amortisasi *goodwill* pada periode itu untuk menstabilkan laba.

3. Perataan melalui klasifikasi. Manajemen memiliki kewenangan untuk mengklasifikasikan pos-pos rugi laba dalam kategori yang berbeda.

Misalnya: jika pendapatan non-operasi sulit untuk didefinisikan, maka manajer dapat mengklasifikasikan pos itu pada pendapatan operasi atau pendapatan non-operasi.

Keleluasaan untuk memakai teknik-teknik akuntansi dalam mencatat terbukti telah disalahgunakan oleh manajemen untuk melakukan manajemen laba. Bahkan disinyalir bahwa manajemen laba banyak dilakukan dengan menggunakan teknik-teknik akuntansi yaitu dengan merubah kebijakan akuntansi.

Teknik *earning management* yang digunakan dalam penelitian ini adalah akrual, maka yang akan dibahas lebih dalam adalah metode akrual Total Akrual merupakan selisih antara kas masuk bersih (*Cash Flow from Operation*) dari hasil operasi perusahaan dengan laba yang dilaporkan dalam laporan laba rugi (*Net Income*), dimana bisa bersifat *nondiscretionary accruals* dan *discretionary accruals*.

Scott (2009) dan Kothari (2005) mengungkapkan bahwa ada dua jenis akrual, yaitu:

- ***Non-discretionary accrual***

Merupakan penggunaan akrual yang terjadi karena didorong adanya aktivitas bisnis perusahaan seperti penggunaan metode depresiasi dan pengakuan pendapatan

- ***Discretionary accrual***

Penggunaan akrual yang terjadi karena kebijakan manajer seperti penggunaan provisi untuk kerugian kredit dan *warranty cost*.

Pada prinsipnya, rekayasa keuangan dilakukan dengan memilih prosedur akuntansi tertentu atau mengendalikan berbagai transaksi akrual, yaitu transaksi yang tidak mempengaruhi aliran masuk (*cash flow*) (DuCharme *et al.*, 2000). Teoh *et al.* (1998) menggunakan *discretionary accruals* ini sebagai ukuran rekayasa keuangan sebagai proksi sikap oportunistik manajer ketika melakukan penawaran perdana yang dilakukan dengan pola kenaikan laba (*income increasing*). Penggunaan akrual ini dilakukan dengan menggeser

pendapatan masa depan (*future earnings*) menjadi pendapatan sekarang (*current earnings*) dan biaya sekarang (*current cost*) menjadi biaya masa depan (*future cost*), sehingga laba pada periode tertentu dilaporkan lebih tinggi dari yang seharusnya.

Healy (1985) dalam Scott (2009) mengatakan bahwa manajer memiliki informasi yang lebih pada laba bersih dari perusahaan sebelum manajemen laba dilakukan, sehingga ia berpendapat bahwa kebijakan akuntansi yang dipilih manajer terkait penggunaan akrual akan dapat digunakan untuk kepentingan pribadi manajer. Sulit untuk memastikan apakah akrual yang digunakan adalah untuk aktivitas bisnis atau karena didorong oleh kepentingan pribadi manajer. Oleh karena itu, tindakan manajemen laba perusahaan yang dilakukan oleh manajer untuk kepentingan pribadinya daripada didorong oleh aktivitas bisnis perusahaan dapat digambarkan dengan akrual diskresioner.

2.4 Akuntan Publik dan Kualitas Audit

2.4.1 Akuntan Publik dan Kantor Akuntan Publik

Menurut Peraturan Menteri Keuangan No. 17/PMK.01/2008, Akuntan Publik adalah jasa akuntan yang telah memperoleh izin dari Menteri untuk memberikan jasa attestasi yang berupa suatu pernyataan pendapat atau pertimbangan orang yang independen dan kompeten tentang apakah asersi suatu entitas sesuai, dalam semua hal yang material, dengan kriteria yang telah ditetapkan.

Dalam peraturan Menteri Keuangan No. 17/PMK.01/2008, dijelaskan pula bahwa Kantor Akuntan Publik atau disingkat dengan KAP, adalah badan usaha yang telah mendapatkan izin Menteri sebagai wadah bagi Akuntan Publik dalam memberikan jasanya, dapat berbentuk badan usaha perorangan atau persekutuan perdata.

KAP di Indonesia dapat bekerjasama dengan KAP asing. Bentuk kerjasama tersebut bisa dalam bentuk *network* atau asosiasi (Adityasih, 2010).

Kerjasama internasional ini dapat berpengaruh pada kualitas audit, karena adanya transfer pengetahuan yang didapatkan dari KAP luar tersebut.

Adityasih (2010) mengelompokkan KAP di Indonesia berdasarkan jumlah auditornya:

a. Kelompok KAP *BIG 4*

KAP dengan jumlah *professional staff* di atas 400 orang. *PricewaterhouseCooper, Deloitte, Ernst & Young*, dan KPMG merupakan KAP yang termasuk dalam kelompok ini. Keempat KAP tersebut merupakan KAP luar negeri yang mempunyai kepentingan bisnis di Indonesia, terutama untuk melayani klien globalnya menunjuk KAP Indonesia untuk mewakili eksistensi mereka di Indonesia. Keempatnya mulai melakukan kerjasama dengan KAP di Indonesia sejak tahun 1970-an setelah berlakunya Undang-Undang Penanaman Modal Asing tahun 1972.

b. KAP menengah

KAP dengan jumlah *profesiional staff* antara 100-400 orang. KAP menengah biasa disebut sebagai KAP *second tier*. Kerjasama internasional yang dilakukan oleh KAP ini juga beragam, bisa dalam bentuk *network* atau AIF dan pengaruhnya terhadap kualitas audit bisa berbeda-beda.

c. KAP kecil

KAP dengan jumlah *professiional staff* dibawah 100 orang. KAP yang termasuk dalam klasifikasi ini berjumlah 372 KAP.

2.4.2 Jasa Audit

Audit merupakan pengumpulan dan evaluasi bukti tentang informasi untuk menentukan dan melaporkan derajat kesesuaian antara informasi yang dilaporkan perusahaan dengan kriteria yang telah ditetapkan (Arens *et al*, 2009). Berdasarkan PSA No.02 dalam Seksi 110 bahwa tujuan dari audit atas laporan keuangan oleh auditor independen pada umumnya adalah untuk menyatakan pendapat atau opini

tentang kewajaran, dalam semua hal yang material, posisi keuangan, hasil usaha, perubahan ekuitas, dan arus kas sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum di Indonesia.

Jasa audit memberikan peran yang penting dalam mengurangi *information asymmetry* dan mengurangi *agency problem* antara manajer, pemegang saham, dan kreditur (Al Ajmi, 2009). Maka dari itu, jasa audit sangat diperlukan terutama untuk meningkatkan kepercayaan para pemakai laporan keuangan bahwa laporan keuangan yang diaudit telah bebas dari kesalahan material yang dapat membuat mereka membuat kesalahan dalam proses pengambilan keputusan.

Audit dilakukan oleh satu orang atau lebih auditor eksternal. Auditor eksternal merupakan suatu pihak independen yang bertugas untuk memeriksa kewajaran dari laporan keuangan yang disajikan oleh pihak manajemen perusahaan. Setelah auditor selesai melakukan seluruh proses dan prosedur audit, produk akhirnya adalah opini terkait laporan keuangan perusahaan. Opini inilah yang akan mempengaruhi pengguna laporan keuangan, dalam penelitian ini investor dalam mengambil keputusan.

Terdapat standar yang mengatur auditor eksternal dalam memberikan jasa audit kepada perusahaan yang menjadi klien mereka. Berdasarkan PSA NO. 01 dalam SA Seksi 150 dikatakan bahwa audit harus dilakukan oleh seorang atau lebih yang memiliki keahlian teknis yang cukup sebagai auditor, sehingga memiliki latar belakang akuntansi adalah kewajiban bagi auditor. Auditor juga harus memiliki pengalaman praktik yang memadai, serta mengikuti pendidikan profesional yang berkelanjutan (Arens, 2009). Pemahaman mengenai industri bisnis dari klien akan membantu auditor untuk melakukan identifikasi risiko bisnis serta risiko salah saji yang material pada laporan keuangan.

2.4.3 Kualitas Audit

Elemen kedua yang digunakan untuk mengukur transparansi adalah kualitas jasa audit. Menurut Watts & Zimmerman (1986), kualitas jasa audit dapat ditentukan dari dua hal utama, yaitu peluang auditor untuk menemukan penyimpangan, dan kedua, kemauan auditor untuk mengungkapkannya. Al Ajmi

(2009) mengatakan bahwa audit dikatakan berkualitas apabila laporan audit dapat memberikan kepastian pada pengguna laporan keuangan bahwa apran tersebut telah bebas dari salah saji yang material dan tidak terjadi kecurangan didalamnya. Kualitas audit bisa dikatakan sangat ditentukan oleh kapabilitas auditor dan independensi auditor. Berikut adalah beberapa faktor yang sering digunakan untuk mengukur kualitas audit:

2.4.3.1 Ukuran KAP

Salah satu ukuran yang dipercaya publik terkait kualitas audit suatu KAP adalah reputasi dari KAP tersebut (Dupoch dan Simunic, 1982). Hal ini sejalan dengan Francis dan Krishnan (1999) yang mengatakan bahwa besarnya ukuran dari perusahaan audit merupakan indikator dari kualitas audit karena ukuran KAP dianggap akan berbanding lurus dengan independensinya. Boone (2010) menyatakan bahwa KAP dengan ukuran besar seperti *BIG 4* akan memungkinkan dirinya untuk mengadakan training-training profesional dan penggunaan teknologi dalam audit yang tentu akan meningkatkan kompetensi auditornya. Kebergantungan KAP terhadap klien juga akan berkurang sehingga akan mampu bertahan dari tekanan klien yang menginginkan opini *unqualified* dalam laporan audit dan dapat membantu mengendalikan manajemen laba dalam perusahaan. KAP besar memiliki reputasi yang tinggi dimana mereka harus menjaganya, oleh karena itu tentu dibutuhkan *quality control* yang baik untuk memastikan kualitas dari program audit yang mereka lakukan tetap terjaga. Penelitian yang dilakukan oleh Francis (2004) serta Fan dan Wong (2005) menemukan bahwa kualitas informasi akuntansi yang diperoleh dari laporan audit akan lebih tinggi jika menggunakan KAP *BIG 4*.

2.5 Likuiditas Saham

Likuiditas adalah hal yang sangat umum dalam berbagai literatur keuangan dan dilihat sebagai suatu konsep yang sederhana. Namun, belum ada yang suatu pendefinisian dari likuiditas yang dianggap mampu memberikan pengertian secara keseluruhan (Wuyts, 2007). Secara umum, likuiditas merujuk

kepada kemampuan untuk melakukan perdagangan sekuritas dalam jumlah besar dengan *trading cost* yang minimal dan pengaruh yang kecil kepada tingkat harga. Semakin likuid sebuah aset maka semakin mudah investor dapat mentransaksikan asetnya sehingga aset likuid tentu akan diminati investor. Aset yang likuid dapat dijual dengan tingkat harga yang lebih tinggi atau dengan harga premium. Selain itu, terdapat istilah lain yang menjabarkan sifat aset yang tidak likuid, yaitu *illiquidity*. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2008) *illiquidity* adalah kesulitan saham untuk dijual pada harga wajar sehingga dalam menjual aset ilikuid tersebut harus pada tingkat harga yang lebih rendah atau pada harga diskon.

Darmadji (2001) mendefinisikan empat indikator bursa yang likuid, yaitu transaksi dapat dilakukan dengan mudah dan cepat, perbedaan harga permintaan dan penawaran sangat kecil, transaksi dalam jumlah besar dapat dilakukan tanpa mempengaruhi harga secara mendasar, kedalaman dan keluasan pasar serta pergerakan harga merupakan reaksi yang cepat terhadap informasi. Sementara Ekaputra (2004) menyatakan bahwa secara konseptual suatu aset dikatakan likuid apabila aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah besar dalam waktu yang singkat, dengan biaya yang rendah dan tanpa mempengaruhi harga.

Harris (2003) menyatakan bahwa likuiditas saham dapat dijelaskan melalui empat dimensi, yaitu *immediacy*, *width*, *depth*, dan *resiliency*. *Immediacy* adalah biaya yang harus dibayar oleh investor jika akan melakukan transaksi dalam jumlah dan harga tertentu dengan segera. *Immediacy* terkait dengan *bid-ask spread*. Dimensi *width* mengacu pada *market spread*, yaitu selisih antara minat beli tertinggi dengan minat jual tertinggi dalam jumlah tertentu. *Width* ini juga diukur dengan *bid-ask spread*. Untuk membandingkan *spread* satu saham dengan saham lainnya, digunakan *bid-ask spread* relatif, yaitu selisih antara harga *offer* terbaik dan harga *bid* terbaik, dibagi dengan harga tengah antara keduanya. Semakin sempit *bid-ask spread srelatif*, berarti saham tersebut semakin likuid.

Dimensi ketiga untuk pengukuran likuiditas adalah *depth*, nilai atau volume saham yang dapat diperdagangkan pada harga *bid* dan pada harga *offer* yang terbaik. Salah satu cara untuk mengukur likuiditas adalah dengan menggunakan *depth to relative spread*. *Depth to relative spread* adalah

perbandingan antara *depth* yang menunjukkan kuantitas saham yang dapat ditransaksikan pada harga terbaik, dengan *bid-ask spread* relatif yang merupakan indikator harga transaksi terbaik. Semakin banyak volume saham yang diperdagangkan dengan harga terbaik, berarti saham semakin likuid. Semakin besar *depth to relative spread*, semakin likuid saham tersebut.

Resiliency yang merupakan dimensi likuiditas terakhir adalah ukuran seberapa cepat harga dapat kembali pada tingkat yang semestinya apabila pada suatu saat terdapat *order flow* yang tidak seimbang oleh *uninformed traders*. Apabila sewaktu-waktu terjadi aksi jual atau beli yang berlebihan, saham yang *resilient* dapat dengan segera kembali ke harga wajar yang mencerminkan nilai fundamentalnya. Semakin cepat harga suatu saham kembali ke harga wajar setelah adanya transaksi yang berlebihan, maka dapat dikatakan saham tersebut akan semakin likuid.

2.5.1 Pengukuran Likuiditas

Karena tidak adanya indikator yang secara langsung dapat menjelaskan komponen likuiditas saham, maka menyebabkan likuiditas pun tidak memiliki penghitungan pasti. Namun sudah terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk mengukur likuiditas. Berikut adalah tiga metode pengukuran likuiditas yang sudah umum digunakan (Lang dan Maffett, 2011):

2.5.1.1 Metode *bid-ask spread*

Metode pengukuran likuiditas yang paling umum adalah menggunakan *bid-ask spread*, yang berupaya untuk mengetahui biaya perdagangan dari saham. Metode ini dikembangkan oleh Amihud dan Mendelson (1986). Glosten dan Milgrom (1985) mengatakan bahwa pengungkapan atas informasi dapat mengurangi kesenjangan informasi pada pasar, yang akan menurunkan *bid-ask spread*. Nilai dari *spread* tersebut dapat mempengaruhi biaya transaksi investor. Amihud dan Mendelson (1986) menunjukkan bahwa investor akan mendapatkan

premium untuk memiliki saham yang tidak likuid, dimana akan meningkatkan biaya modal.

Keuntungan dari metode *bid-ask spread* adalah metode tersebut bersifat pengukuran langsung. Namun, kelemahannya adalah, pengukuran menggunakan *bid-ask spread* kemungkinan berbeda tergantung struktur dari pasar. Data mengenai *spread* belum tersedia pada semua pasar. Dan yang paling utama, *bid-ask spread* tidak menggambarkan *depth* dari pasar. Contohnya, ketika nilai *bid-ask spread* yang rendah menggambarkan biaya transaksi yang rendah untuk transaksi yang tidak besar, secara praktik itu tidak mengukur dengan akurat ukuran dari transaksi.

2.5.1.2 Metode *Price Impact Measure*

Pendekatan kedua yang digunakan untuk mengukur likuiditas adalah *price impact measure* (DPI) yang dikembangkan oleh Amihud (2002) yang berusaha untuk menangkap baik *resiliency* dan *depth* dari saham perusahaan. Metode ini mengukur besaran dari pergerakan harga saham dengan cara membagi nilai absolut dari *return* dengan jumlah volume saham yang diperdagangkan. Keuntungan dari DPI adalah dapat mengetahui biaya transaksi yang terkait dengan perdagangan saham. Umumnya, bagi manajer keuangan, *price impact* cenderung mendapat perhatian lebih dibandingkan dengan *bid-ask spread* walaupun DPI memiliki proses perhitungan yang lebih rumit.

Kekurangan dari metode DPI disebabkan oleh karena metode ini mengasumsikan bahwa nilai *return* yang digunakan merupakan hasil dari *price impact* tanpa memperhitungkan akibat dari kesenjangan informasi. Sebagai konsekuensinya, pengukuran dengan menggunakan *price impact* secara implisit juga akan menghasilkan nilai likuiditas yang pada dasarnya tidak hanya dipengaruhi faktor *price impact*, namun juga karena hal-hal lain. Jika penelitian dilakukan secara internasional, metode ini terkadang tidak dapat digunakan karena di beberapa negara, data mengenai jumlah volume saham yang diperdagangkan setiap perusahaan bukanlah data yang beredat secara bebas.

2.5.1.3 Metode *Zero Return Days Metric*

Metode ini mengukur likuiditas sebagai jumlah hari dimana saham memiliki *return* sejumlah 0 dibagai dengan jumlah *trading days* dalam periode tertentu (Lesmond, 2005). Saham dianggap tidak likuid jika memiliki *trading days* yang rendah. Pengukuran dengan metode ini cenderung berkorelasi *bid-ask spread* dan *Price Impact Measure* karena saham dengan nilai *bid-ask spread* yang tinggi serta memiliki *depth* yang rendah cenderung jarang diperddagangkan sehingga memiliki banyak *zero return days*.

Metode ini memiliki dua kelebihan utama. Yang pertama data yang dibutuhkan tersedia. Dan untuk penelitian yang berskala internasional, pengukuran dapat dilakukan secara konsisten karena aspek pasar yang berbebeda tidak akan mempengaruhi kalkulasi. Pada dasarnya, metode *zero return days* memang dikembangkan untuk melakukan penelitian secara internasional, karena dua metode yang lain, *bid-ask spread* dan *price impact measure* terkadang akan ditemui kesulitan untuk mengumpulkan data di negara tertentu.

Kekurangan utama dari metode *zero return days metric* adalah metode ini mengasumsikan bahwa ketika tidak ada perubahan harga, maka tidak terjadi perdagangan saham yang mengindikasikan likuiditas rendah. Padahal bisa saja tetap terjadi perdangan tanpa adanya perubahan harga sekalipun. Kelemahan lainnya adalah metode ini tidak memiliki interpretasi terkait biaya transaksi sehingga akan menyulitkan untuk mengaitkan hasil perhitungannya dengan keadaan pasar.

2.6 Volatilitas Likuiditas

Dijelaskan sebelumnya, bahwa saham yang likuid adalah saham yang dapat diperdagangkan dalam volume tinggi dengan tidak mempengaruhi harganya. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa determinan utama dari volatilitas likuiditas adalah volatilitas harga saham. Volatilitas harga saham adalah tendensi harga saham untuk berubah tanpa bisa diperkirakan. Apabila harga saham bergerak secara tidak menentu, maka *return* juga akan bergerak secara tidak menentu. Pada saat pergerakan harga sangat fluktuatif, maka ketidakpastian

akan kondisi di masa yang akan datang semakin meningkat. Tingginya ketidakpastian ini akan menurunkan minat investor untuk melakukan transaksi. Kenaikkan dari volatilitas *return* akan menyebabkan pemilik modal untuk menghadapi risiko *adverse selection* akibat kenaikan kemungkinan untuk melakukan transaksi dengan *informed trader* (Stoll 2000). Akibat dari kurangnya minat dari investor, perusahaan tersebut akan mengalami kesulitan likuiditas karena miminya aktivitas perdagangan.

Pergerakan harga atau *return* yang cenderung tidak menentu ini dapat dipahami sebagai risiko, yaitu adanya ketidakpastian arah pergerakan harga di masa yang akan datang. Pada saat volatilitas suatu saham tinggi, maka risiko saham itu juga akan dianggap tinggi. Sebelumnya telah dibahas bahwa kebanyakan investor akan terkesan menghindari saham yang memiliki volatilitas tinggi tersebut, namun sebagian pelaku pasar menganggap bahwa saham-saham yang berisiko ini merupakan sebuah peluang untuk menghasilkan tingkat keuntungan yang tinggi. Keuntungan ini dapat diraih apabila mereka memiliki informasi-informasi khusus sehingga mereka dapat melakukan keputusan investasi yang menguntungkan pada waktu yang tepat. Pada saat informasi khusus tersebut sudah tidak menjadi *private information* atau telah menjadi informasi publik, maka informasi tersebut sudah tidak bisa dimanfaatkan lagi untuk mendapatkan keuntungan besar secara berkelanjutan atau *abnormal return*. Penyebaran informasi yang tidak merata itu harus dihindari karena akan menyebabkan pasar tidak efisien dan cenderung merugikan pihak-pihak yang tidak dapat mengakses informasi tersebut.

Perlu dipahami bahwa volatilitas harga tidak selamanya hanya dipengaruhi oleh persebaran informasi yang tidak merata. Harris (2003) membedakan volatilitas menjadi dua jenis, yaitu *Fudamental Volatility* dan *Transitory Volatility*. *Fundamental volatility* mengacu pada adanya perubahan mendasar pada nilai instrumen, dalam hal ini saham, sementara *transitory volatility* cenderung disebabkan oleh adanya perdagangan yang dilakukan oleh *uninformed trader*.

Volatilitas secara keseluruhan atau *Total volatility* merupakan penjumlahan dari *Fundamental volatility* dan *transitory volatility*. Pada umumnya volatilitas total diukur dengan variance, standar deviasi, atau deviasi rata-rata absolut dari perubahan harga. Dacorogna, et.al. (2001) menyatakan bahwa belum ada consensus mengenai variabel yang digunakan untuk menghitung volatilitas.. Pergerakan volume saham yang diperdagangkan cenderung dipengaruhi oleh volatilitas harga saham sehingga saham yang memiliki volatilitas harga tinggi rata-rata akan mengalami penurunan volume perdagangan dan menurunkan likuiditas. Gejolak harga pada *fundamental volatility* dipicu oleh adanya perubahan pada faktor-faktor fundamental perusahaan. Contohnya adalah perubahan tingkat suku bunga yang akan mempengaruhi jumlah pembayaran tingkat bunga serta kondisi permintaan pasar terhadap komoditas yang dihasilkan oleh perusahaan penerbit saham yang bersangkutan. Namun, jika perubahan tersebut sudah dapat diprediksikan atau justru merupakan perubahan yang diharapkan (*expected changes*), maka tidak akan berakibat pada perubahan harga secara signifikan. Dapat dilihat volatilitas fundamental disini terjadi akibat dari faktor-faktor fundamental yang tidak bisa diperkirakan atau bersifat kejutan. Adanya perubahan kejutan ini menyebabkan perubahan harga atau volatilitasnya tidak dapat diprediksi.

Transitory volatility atau volatilitas sementara terjadi karena adanya transaksi dari pihak *uninformed trader* yang ingin melakukan transaksi dengan segera. Terdorong oleh keinginan untuk melakukan transaksi dengan segera, para pelaku yang tidak memiliki informasi ini akan cenderung untuk melakukan transaksi dengan transaksi terbaik yang ada di pasar. Artinya pada saat *uninformed trading* ingin melakukan transaksi beli, maka akan mengajukan harga beli yang lebih mahal daripada pasar. Dan sebaliknya, saat ingin melakukan transaksi jual, harga yang akan diajukan adalah harga yang lebih rendah dari pasar. Kondisi seperti ini akan menyebabkan terjadinya gejolak harga di pasar, namun hanya akan bersifat sementara dan akan segera kembali posisi harga rata-rata (*mean reverting*).

2.7 Transparansi, Likuiditas, dan Volatilitasnya

Mekanisme terkait hubungan transparansi dan likuiditas mayoritas didukung oleh teori yang membahas bagaimana transparansi perusahaan akan mengurangi biaya modal dan kemudian akan berpengaruh pada likuiditas (Constantinides, 1986; Amihud dan Mendelson, 1986). Teori yang berkembang antara transparansi dan likuiditas menekankan pada kesenjangan informasi antara pembeli dan penjual saham dapat menyebabkan terjadinya *adverse selection* pada transaksi yang terjadi. Ketika pemilik modal, seperti *market makers* berusaha untuk mengurangi terjadinya *adverse selection* akan mengurangi tingkat likuiditas dari saham perusahaan. Harga dari ekuitas kemudian harus diturunkan untuk menarik perhatian investor kepada saham yang kurang likuid ini. Keberadaan transparansi informasi akan mengurangi kesenjangan informasi dan kemudian meningkatkan likuiditas dan juga mengurangi potongan harga terkait perdagangan saham investor.

Dalam pengertian bagaimana transparansi dapat mempengaruhi ketidakpastian likuiditas, terdapat empat kondisi yang umum terjadi (Lang dan Maffett, 2011):

- a. *The average level of liquidity*. Penelitian yang dilakukan sebelumnya telah menunjukkan bahwa perusahaan yang kurang transparan, rata-rata likuiditas cenderung lebih rendah. Dalam keadaan yang sama, investor akan memilih saham yang likuid dan transparansi memiliki potensi untuk meningkatkan likuiditas (Amihud 2005). Perhatian dari investor lebih luas dari sekedar tingkat rata-rata dari likuiditas karena hal yang utama sebenarnya adalah likuiditas aset saat mereka akan bertransaksi. Hal ini dapat diakibatkan oleh dua mekanisme. Pertama, dalam konteks *transaction cost*, untuk perusahaan dengan lingkungan informasi yang cenderung buram, pasar yang menghadapi kesenjangan informasi akan meningkatkan *bid-ask spread* untuk melindungi dirinya dari investor yang memiliki informasi lebih. Kedua, perusahaan dengan transparansi yang rendah akan memiliki frekuensi perdagangan yang rendah karena investor menghindari dari bertransaksi, karena akan menyusahkan mereka untuk

memasuki *enter and exit positions*. Oleh karena itu, permintaan akan saham perusahaan akan menurun karena investor kehilangan minat karena tingginya biaya transaksi.

- b. *Liquidity uncertainty and risk*. Ketidakpastian likuiditas menunjukkan keberadaan risiko dari likuiditas aset, termasuk volatilitas dan sinkronitas dari likuiditas perusahaan dengan kondisi pasar. Ketidakpastian likuiditas merupakan hal penting bagi investor karena poin yang penting bukanlah nilai rata-rata dari likuiditas tersebut, namun lebih kepada likuiditas perusahaan saat investor melakukan transaksi (Persaud, 2003; McCoy, 2003). Transparansi dapat mengurangi dampak dari ketidakpastian likuiditas dengan memberikan kenaikan kualitas informasi bagi pemegang saham, sehingga mereka bisa dengan lebih baik mempersiapkan diri terhadap kondisi tertentu. Perusahaan dengan transparansi yang baik cenderung akan mendapat kepercayaan dari investor, sehingga saat terjadi penurunan pasar, dimana kebanyakan investor segera akan melepas sahamnya untuk menghindari kerugian yang lebih besar, investor yang memiliki saham dari perusahaan yang transparan akan memiliki kepercayaan akan stabilitas perusahaan tersebut sehingga tidak buru-buru melepas sahamnya. Hal ini menyebabkan likuiditas perusahaan tidak akan terlalu terpengaruh oleh keadaan pasar.
- c. *Investor attention*. Jika informasi perusahaan belum tersedia dengan harga yang relatif rendah, investor tidak akan tertarik untuk berinvestasi pada saham tersebut. Pengaruh dari adanya perhatian dari investor terhadap perusahaan merupakan hal yang penting bagi keberlangsungannya. Perusahaan yang kurang mendapatkan perhatian dari investor akan menghadapi kurang permintaan akan saham mereka dan menyebabkan tingginya biaya modal. Dengan adanya tingkat transparansi yang baik, informasi akan tersedia dengan biaya relatif rendah, dan meningkatkan kemungkinan adanya investasi yang dilakukan. Lang, Lins, dan Miller (2003) melakukan penelitian yang membuktikan bahwa kualitas informasi

dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kenaikkan tingkat transparansi dapat meningkatkan jumlah investor yang mengikuti pergerakan saham perusahaan. Kenaikkan permintaan akan saham ini akan meningkatkan harga saham dan menurunkan biaya modal.

- d. *Estimation risk*. Berbagai teori mengenai *asset pricing* mengasumsikan bahwa investor mengetahui parameter dari, misalnya matrix varians dan kovarians dari arus kas. Jika investor tidak mengetahui parameter ini dan harus melakukan estimasi terhadapnya, dapat menyebabkan penilaian yang salah. Transparansi perusahaan yang tinggi akan memberikan investor informasi yang dapat membantu menentukan penilaian mereka pada perusahaan. Informasi ini akan mengurangi risiko pada investor dan kemungkinan investor akan bersedia untuk membayar lebih untuk saham. Penelitian Lambert et. Al (2007) menunjukkan bahwa transparansi perusahaan memiliki hubungan langsung untuk mengurangi sinkronitas pergerakan antara arus kas perusahaan dengan perusahaan lain. Tanpa adanya arus informasi yang lancar pada investor, mereka akan kesulitan untuk membuat estimasi mengenai kondisi dan pertumbuhan perusahaan sehingga mereka akan beranggapan pertumbuhan perusahaan akan sangat berdasarkan pada kondisi pasar. Konsekuensinya, kemungkinan investor akan menuntut potongan harga yang tinggi untuk memiliki saham dengan ketidakpastian tinggi ini.

2.8 Penelitian Terdahulu

Hal utama yang akan diteliti pada penelitian ini adalah hubungan antara transparansi terhadap likuiditas beserta volatilitasnya. Ketidakpastian likuiditas merupakan perhatian utama dari investor, manajemen, dan pembuat peraturan. Setahu penulis, belum ada penelitian yang membahas langsung hubungan ini. Namun, telah ada beberapa penelitian yang memberikan latar belakang untuk penelitian ini.

Healy dan Palepu (2001) menyatakan bahwa transparansi akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan likuiditas pasar. Botosan dan Plumlee (2002) menemukan bukti bahwa tingkat biaya hutang yang lebih rendah diakibatkan oleh tingkat pengungkapan yang tinggi. Beberapa penelitian juga menunjukkan hubungan negatif antara tingkat kesenjangan informasi dengan efisiensi pasar (Verrecchia, 2001; Zhang, 2001)

Beberapa studi telah menemukan hubungan negatif antara pengungkapan informasi perusahaan dan volatilitas harga sahamnya, seperti yang dilakukan oleh Lee dan Chung (1998), Bushee dan Noe (2000), Baumann dan Nier (2004). Alves dan Santos (2008) menemukan bukti bahwa informasi memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap volatilitas harga dan volume perdagangan saham. Baumann dan Nier (2004) melakukan penelitian dengan membuat indeks pengungkapan perbankan perbankan dan mengaitkannya dengan volatilitas saham. Mereka menemukan bahwa perbankan dengan tingkat pengungkapan yang lebih tinggi memiliki volatilitas saham yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan rendah.

Penelitian mengenai transparansi dan tingkat likuiditas yang dilakukan oleh Amihud (2005) dan Lang & Maffett (2011), meneliti bagaimana peran transparansi untuk mengurangi kesenjangan informasi. Penelitian terkait adalah yang dilakukan Brunneimeier dan Pedersen (2009) dan Vayanos (2004) mengenai mekanisme yang menyebabkan likuiditas untuk berfluktuasi, menguap, dan bergerak sesuai dengan pergerakan pasar. Acharya dan Pedersen (2005) memberikan bukti teoritis dan empiris mengenai bahwa bagaimana sinkronitas likuiditas perusahaan dengan pasar merupakan faktor risiko sistematis yang merupakan komponen dari biaya modal.

Pastor dan Stambaugh (2003) menemukan bahwa korelasi antara tingkat pengembalian perusahaan dan likuiditas pasar adalah faktor risiko harga. Ng (2004) menggunakan sampel perusahaan di Amerika meneliti peran potensial dari keberadaan informasi dalam hubungan perusahaan dan pasar. Perbedaan dari penelitian-penelitian ini dengan penelitian oleh peneliti adalah penelitian tersebut berfokus pada tingkat pengembalian perusahaan, bukan likuiditasnya.

Leuz, Lins, dan Warnock (2009) serta Fan dan Wong (2002) menunjukkan bahwa transparansi dapat memiliki pengaruh penting bagi likuiditas, terutama pada perusahaan dengan tata kelola yang buruk. McConnel dan Servaes (1990) dalam Lang dan Maffett (2009) menunjukkan bahwa walau kepemilikan terkonsentrasi akan meningkatkan nilai perusahaan sampai pada titik tertentu, jenis kepemilikan tersebut dapat menurunkan transparansi dan kemudian menyebabkan penurunan nilai perusahaan, Konsisten dengan dengan bagaimana kepemilikan terkonsentrasi menyebabkan ketidakpastian bagi investor, Lang *et. Al* (2003) menemukan bahwa transparansi perusahaan adalah penting bagi tingkat likuiditas pada perusahaan yang terkonsentrasi. Lebih jauh, karena konsentrasi kepemilikan dapat merugikan pemegang saham minoritas bila pemerintah tidak dapat membuat sistem yang tepat untuk melindungi mereka.

Terdapat penelitian yang membandingkan pergerakan tingkat pengembalian pasar dengan sinkronitas pergerakan likuiditas. Morck (2000) menemukan sinkronitas yang lebih besar pada perusahaan dengan pendapatan yang tidak terlalu tinggi dibanding perusahaan dengan pendapatan yang tinggi. Jim dan Myers (2006) mengembangkan model untuk menjelaskan sinkronitas tingkat pengembalian dan mengaitkan *return co-movement* untuk mengontrol informasi. Karolyi (2010) mengevaluasi determinan dari sinkronitas likuiditas dan berargumen bahwa hasil yang didapatkan lebih konsisten dengan penjelasan dari sudut pandang permintaan (contoh: perlindungan investor, *trading* dari internasional dan institusional investor, dan sentimen investor) dibandingkan sudut pandang penawaran (likuiditas pendanaan dari *financial intermediaries*). Walaupun analisis ini merupakan hal yang informatif, faktor terkait kondisi ekonomi secara keseluruhan ada di luar kendali perusahaan secara individu dan kombinasi dari berbagai kejadian keseluruhan pada perkenomian menyebabkan akan sulit untuk menemukan determinan dari hubungan tersebut.

2.9 Pengembangan Hipotesis

Adanya transparansi yang baik pada perusahaan akan mengurangi ketidakpastian mengenai *fundamental value*. Maka, untuk saham dengan tingkat ketidakpastian yang tinggi, likuiditas cenderung lebih sulit untuk diprediksi dan

lebih sensitif terhadap faktor-faktor eksternal, seperti ketidakpastian perekonomian, keberadaan modal, dan utamanya, *risk aversion* atas risiko dari investor (Bruckennmeier dan Pedersen, 2009). Keberadaan informasi yang baik akan menurunkan selisih dari nilai *bid* dan *ask* perusahaan sehingga biaya transaksi yang harus ditanggung investor akan berkurang (Lang, Lins & Maffett 2009). O'Hara (1995) menyatakan bahwa pada perusahaan dengan transparansi yang baik, investor dapat memiliki kemampuan untuk mengumpulkan informasi saat melakukan aktivitas perdagangan. Hal ini akan mengurangi sifat *risk-averse* dari investor terhadap saham tersebut, sehingga aktivitas perdagangan saham akan bertambah dan akan meningkatkan likuiditas dari perusahaan.

H1: Transparansi memiliki hubungan positif dengan tingkat likuiditas saham perusahaan.

Investor cenderung mengalami penurunan modal ketika pasar mengalami penurunan. Dalam situasi ini, pendanaan sangat sulit didapatkan, dimana ketidakpastian mengenai kondisi likuiditas sangat tinggi. Investor menganalisis kondisi pasar dan merasa bahwa saham yang dimilikinya akan secara berkelanjutan mengalami penurunan nilai, akan memilih untuk melepas sahamnya (Lang dan Maffett, 2011). Investor akan menarik diri dari investasi pada saham yang memiliki ketidakpastian tinggi, karena tingginya risiko yang harus ditanggung, terutama saat pasar sedang mengalami penurunan atau syok. Maka, saham yang memiliki ketidakpastian tinggi akan mengalami penurunan likuiditas secara mendadak. Informasi mengenai nilai perusahaan akan selalu direspon dengan kuat oleh investor pada perusahaan dengan transparansi yang rendah, sehingga volatilitas dari likuiditas akan tinggi. Pada saham dengan ketidakpastian tinggi, likuiditas sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti kondisi pasar, ketersediaan pendanaan, dan *risk aversion* dari pemilik modal.

Dengan adanya akses untuk mendapatkan informasi terkait kondisi perusahaan melalui penerapan transparansi, akan membantu investor untuk lebih memahami nilai perusahaan, sehingga ketidakpastian akan berkurang. Hal ini akan menyebabkan berkurangnya rasa *risk-averse* dari speculator pada saham

perusahaan yang transparan terkait penurunan performa pasar, dan menyebabkan penurunan volatilitas dari likuiditas. Oleh karena itu, hipotesis kedua adalah:

H2: Transparansi memiliki hubungan negatif dengan tingkat volatilitas likuiditas saham perusahaan.



BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Kerangka Pemikiran

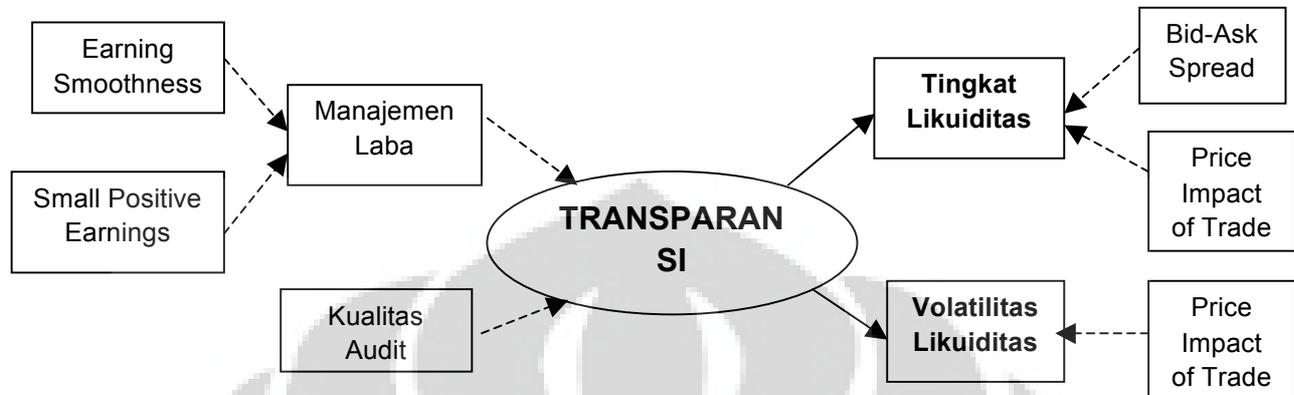
Secara umum, investor cenderung menghindari tindakan investasi pada saham yang memiliki tingkat ketidakpastian tinggi. Ketidakpastian pada saham seringkali disebabkan oleh kesenjangan informasi yang menyebabkan *agency problem* antara investor dan manajemen. Maka dari itu, adanya tingkat transparansi yang baik dapat mengurangi kesenjangan informasi tersebut. Tingkat transparansi yang baik dapat meningkatkan likuiditas serta menurunkan volatilitas dari likuiditas saham perusahaan.

Transparansi perusahaan belum memiliki metode penghitungan yang mutlak, maka berdasarkan Lang & Maffett (2011), digunakan dua indikator untuk merepresentasikan transparansi, yakni tingkat manajemen laba dan kualitas audit. Perusahaan dengan tingkat manajemen laba yang tinggi berarti memiliki tingkat transparansi yang buruk karena jika transparansi informasi perusahaan adalah baik, sulit untuk manajer melakukan manajemen laba. Penggunaan auditor dari kantor akuntan BIG 4 juga akan mempengaruhi kualitas informasi perusahaan sehingga meningkatkan transparansi.

Sebagai variabel dependen, adalah nilai rata-rata likuiditas serta tingkat volatilitas likuiditas. Untuk merepresentasikan tingkat rata-rata likuiditas digunakan dua metode pengukuran yaitu *Price Impact* dan *Bid-Ask Spread*. Hasil pengujian terhadap setiap *proxy* akan diperbandingkan berdasarkan nilai R-Squared serta sifat dari setiap *proxy*. Berdasarkan perbandingan tersebut, digunakan *proxy price impact* sebagai indikator likuiditas untuk mengukur volatilitas likuiditas.

Penelitian ini akan difokuskan untuk melihat bagaimana transparansi mempengaruhi ekuitas perusahaan. Maka peneliti akan tidak mempertimbangkan *stakeholder* lain yang akan juga mengalami dampak dari perubahan tingkat transparansi yang tidak berkaitan dengan ekuitas. *Stakeholder* lain juga merupakan elemen penting bagi perusahaan, namun rata-rata dari mereka

memiliki akses langsung terhadap manajemen sehingga tidak terlalu bergantung dari tingkat transparansi perusahaan.



3.2 Sampel dan Data Penelitian

Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2010. Pemilihan perusahaan yang berasal dari satu kelompok industri yang sama, yaitu manufaktur dimaksudkan untuk menghindari perbedaan karakteristik perusahaan manufaktur dan non-manufaktur. Metode sampling yang digunakan adalah *nonprobabilistic sampling*, lebih spesifik lagi, yaitu metode *purposive sampling*, karena penelitian ini memiliki kriteria sampel tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Kriteria pemilihan sampel tersebut adalah:

1. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang konsisten terdaftar di BEI periode 2008-2010.
2. Laporan keuangan dari perusahaan tersebut lengkap dan tersedia selama periode 2005-2010.
3. Tersedianya data harga dan volume perdagangan saham harian perusahaan periode 2008-2010.
4. Pada setiap bulan, terdapat minimal 10 hari aktivitas perdagangan saham.
5. Untuk 3 bulan terakhir tahun 2008 dan 3 bulan awal 2009, peneliti memberlakukan syarat yang berbeda, yaitu minimal terdapat 8 hari

aktivitas perdagangan saham. Hal ini dikarenakan pada bulan-bulan terjadi krisis ekonomi global yang menyebabkan menurunnya aktivitas perdagangan saham secara signifikan.

Pemberian syarat terkait pengukuran likuiditas harian digunakan untuk menghindari adanya bias setelah likuiditas harian diagregatkan menjadi likuiditas bulanan. Jika tidak diseleksi dalam jangka waktu bulanan, dapat terjadi bias, yaitu perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi, namun ternyata pada saat krisis, jarang atau bahkan tidak terjadi aktivitas transaksi pada sahamnya. Maka, dengan mempertimbangkan kondisi likuiditas setiap bulan, diharapkan akan ini dapat meminimalkan bias dari hasil pengujian.

Berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2010 populasi industri manufaktur berjumlah 133 perusahaan. Dari 133 perusahaan tersebut, didapatkan bahwa sejumlah 61 perusahaan memenuhi persyaratan dengan total observasi mencapai 163. Data yang dibutuhkan adalah sekunder berupa laporan keuangan Emiten di BEI, Data Stream, Osiris, data terkait fluktuasi harga saham, tingkat pengembalian saham, dan volume perdagangan saham harian di Yahoo Finance, dan klasifikasi industri berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory*.

3.3 Model Penelitian

Dalam penelitian ini, digunakan dua model utama,. Model pertama dikembangkan oleh Lang, Lins, dan Maffett (2009) dan digunakan untuk menguji hubungan transparansi dan likuiditas saham. Model kedua dikembangkan oleh Lang dan Maffett (2011) dan digunakan untuk menguji hubungan transparansi dan volatilitas likuiditas saham.

Model 1:

Model pertama yang digunakan adalah model untuk mengetahui hubungan antara transparansi perusahaan dengan tingkat likuiditas berdasarkan metode yang dikembangkan Lang (2009). Sebelum melakukan pengujian mengenai bagaimana variabel *TRANS* mempengaruhi setiap indikator likuiditas, peneliti terlebih dahulu akan melakukan pengujian parsial terkait pengaruh setiap variabel pengukuran transparansi terhadap setiap variabel pengukuran likuiditas untuk mengetahui

pengaruh setiap indikator transparansi secara independen terhadap likuiditas saham perusahaan.

Telah dijelaskan sebelumnya bahwa terdapat tiga metode yang umum digunakan untuk mengukur likuiditas, yaitu tingkat *bid-ask spread*, *zero-return days*, dan *price impact measure*. Namun, dalam penelitian ini, peneliti hanya akan menggunakan dua metode, yaitu *bid-ask spread* dan *price impact measure*. Metode *zero-return days* tidak digunakan untuk menghindari misklasifikasi terhadap hari dimana tidak ada saham yang diperdagangkan.

- ***Bid-ask spread***

Pengukuran likuiditas berbasis biaya transaksi didasarkan pada metode *bid-ask spread*, semakin besar *spread* antara keduanya akan menyebabkan semakin tingginya biaya yang harus dibayarkan investor untuk bertransaksi. Nilai yang tinggi dari *bid-ask spread* akan menyebabkan likuiditas saham menurun karena investor tentu akan menghindari saham yang biaya transaksinya tinggi. Semakin rendah nilai *bid-ask spread* maka likuiditas akan semakin tinggi, disebabkan oleh semakin banyaknya transaksi yang dilakukan investor. Model:

Pengujian secara parsial terhadap indikator transparansi:

$$BIDASK_t = \alpha_1 + \beta_1 DIS_SMTH_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

$$BIDASK_t = \alpha_1 + \beta_1 BIG4_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

Pengujian secara gabungan terhadap variabel transparansi:

$$BIDASK_t = \alpha_1 + \beta_1 TRANS_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

- ***Price Impact Measure***

Pengukuran likuiditas berbasis pada bagaimana aktivitas perdagangan saham akan mempengaruhi harga. Metode ini konsisten dengan penelitian Grossman dan

Miller (1988) yang menyatakan bahwa likuiditas saham direfleksikan dari perubahan harganya karena aktivitas pembelian serta penjualan. Saham yang likuid adalah saham dimana investor dapat melakukan transaksi dengan pengaruh minimum pada harga.

Pengujian secara parsial terhadap indikator transparansi:

$$DPI_t = \alpha_1 + \beta_1 DIS_SMTH_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

$$DPI_t = \alpha_1 + \beta_1 BIG4_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

Pengujian secara gabungan terhadap variabel transparansi:

$$DPI_t = \alpha_1 + \beta_1 TRANS_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

Variabel dan operasionalisasinya:

- *BIDASK* adalah rata-rata biaya transaksi yang ditanggung investor
- *DPI* adalah kemampuan aktivitas perdagangan mempengaruhi harga saham
- *TRANS* adalah nilai dari transparansi
- *LNMVE* adalah ukuran perusahaan yang dihitung melalui logaritma natural dari kapitalisasi pasar perusahaan
- *LNPRC* adalah nilai dari logaritma natural harga saham perusahaan pada akhir tahun
- *BM* adalah perbandingan antara nilai buku dan nilai pasar dari ekuitas perusahaan
- *LOSS* adalah *dummy variable*, dimana nilai 1 diberikan apabila perusahaan mengalami kerugian pada akhir tahun, dan 0 jika tidak
- *STD_RET* adalah standar deviasi tahunan dari tingkat pengembalian saham harian

- *CLHLD* adalah proporsi saham perusahaan yang tidak diperdagangkan secara bebas

Model 2:

Model ini akan digunakan untuk menguji hipotesis kedua. Perhitungan dari volatilitas likuiditas berdasarkan pada penelitian Amihud (2002) dengan mengukur standar deviasi tahunan dari perhitungan *price impact of trade measure* (DPI) harian. Penelitian Amihud sejalan dengan Grossman dan Miller (1998) tentang bagaimana likuiditas saham digambarkan melalui tekanan pada harga dikaitkan dengan kegiatan aktivitas perdagangan saham. Model:

- Pengujian secara parsial terhadap indikator transparansi:

$$LIQVOL_t = \alpha_1 + \beta_1 DIS_SMTH_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 STD_RET_t + \beta_5 ILLIQ_t + \beta_6 CLHLD_t + \beta_7 LOSS_FREQ + \beta_8 STD_SALES_t + \epsilon$$

$$LIQVOL_t = \alpha_1 + \beta_1 BIG4_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 STD_RET_t + \beta_5 ILLIQ_t + \beta_6 CLHLD_t + \beta_7 LOSS_FREQ + \beta_8 STD_SALES_t + \epsilon$$

- Pengujian secara gabungan terhadap variabel transparansi:

$$LIQVOL_t = \alpha_1 + \beta_1 TRANS_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 STD_RET_t + \beta_5 ILLIQ_t + \beta_6 CLHLD_t + \beta_7 LOSS_FREQ + \beta_8 STD_SALES_t + \epsilon$$

Variabel dan operasionalisasinya:

- *LIQVOL* adalah tingkat volatilitas likuiditas
- *DIS_SMTHC* adalah tingkat manajemen laba
- *BIG4* adalah *dummy variable*, dimana nilai 1 akan diberikan apabila perusahaan sampel menggunakan auditor dari kantor afiliasi BIG4
- *SIZE* adalah ukuran perusahaan, yang diukur dengan nilai logaritma natural dari nilai kapitalisasi pasar

- *BM* adalah perbandingan antara nilai buku dan nilai pasar dari ekuitas perusahaan
- *STD_RET* adalah volatilitas *return* yang diukur dengan standar deviasi tahunan dari *return* harian perusahaan
- *ILLIQ* adalah rata-rata likuiditas tahunan
- *CLHLD* adalah proporsi saham perusahaan yang tidak diperdagangkan secara bebas
- *STD_SALES* adalah volatilitas penjualan selama tiga tahun terakhir
- *LOSSFREQ* adalah frekuensi kerugian perusahaan dalam tiga tahun terakhir

3.4 Operasionalisasi Variabel

3.4.1 Variabel Independen

3.4.1.1 Transparansi (TRANS)

TRANS merupakan variabel independen utama dalam penelitian ini. Karena belum ada perhitungan pasti untuk mengukur nilainya, maka digunakan dua *proxy* pengukuran, yaitu kualitas audit (BIG4) dan tingkat manajemen (DIS_SMTHC). Mengenai estimasi dari kedua variabel tersebut, akan dijelaskan berikutnya. Peneliti menggabungkan kedua variabel tersebut ini karena indikator transparansi cenderung tidak bekerja secara independen, maka digabungkan untuk melihat penelitian secara keseluruhan (Leuz et. Al, 2003), (Lang dan Maffett, 2011). Setelah melakukan pengukuran terhadap kedua *proxy* tersebut, maka *TRANS* dapat diukur. Nilai *TRANS* didapatkan melalui rata-rata peringkat persentil dari nilai variabel (1-DIS_SMTHC) dan BIG4. Semakin tinggi nilai variabel *TRANS*, maka transparansi yang dilakukan perusahaan dianggap semakin baik.

1.4.1.2 Manajemen Laba (DIS_SMTHC)

Perusahaan dengan perkiraan tingkat manajemen laba yang rendah cenderung memiliki kualitas informasi akuntansi yang baik dan kemudian tingkat transparansi yang lebih tinggi. Akan digunakan dua metode untuk melakukan pengukuran perkiraan manajemen laba perusahaan:

- **SMTH1: *Earning smoothness***

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya, aktivitas *income smoothing* akan berakibat pada rendahnya volatilitas pendapatan. (Lang, Raedy, dan Yetman, 2006; Leuz, Nanda, dan Wysocki, 2003). Maka, perhitungan metode pertama tingkat manajemen laba (SMTH1) dilakukan dengan mengukur hubungan volatilitas dari laba dengan volatilitas arus kas melalui ide dasar semakin perusahaan menggunakan akrual untuk mengelola labanya, maka laba bersih akan semakin konsisten dengan arus kas perusahaan (Francis, et. Al, 2004). Semakin rendah nilai dari SMTH1, maka tingkat *income smoothing* diindikasikan akan semakin besar. Untuk mempermudah interpretasi, nilai SMTH 1 dikalikan dengan -1, dimana nilai yang lebih besar yaitu yang semakin mendekati 0 adalah yang memiliki *income smoothing* lebih besar.

SMTH1 diukur sebagai standar deviasi dari laba bersih dibagi dengan standar deviasi dari arus kas operasi. Laba bersih dan arus kas operasi dibagi dengan jumlah total aset dimana standar deviasi dihitung dengan data tiga tahun terakhir.

$$SMTH1 = \sigma(NI/TA)/\sigma(CFO/TA)$$

Pengukuran nilai *discretionary accrual* dari metode ini berasal dari residual model berikut:

$$SMTH1_t = \alpha + \beta_1 LNASET_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 BM_F + \beta_4 STD_SALES + \beta_5 \%LOSS + \beta_6 SG + \varepsilon$$

- SMTH1 adalah pengukuran *earning smoothness*
- LNASSETS adalah logaritma total aset. Sebagai estimasi dari ukuran perusahaan
- LEV adalah rasio tingkat utang berbanding aset
- BM adalah rasio dari nilai buku terhadap *fair value* dari ekuitas
- STD_SALES adalah standar deviasi dari penjualan untuk mengontrol risiko dari lingkungan operasi perusahaan
- %LOSS adalah proporsi kerugian perusahaan dalam tiga tahun terakhir

- SG adalah rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan tiga tahun terakhir adalah untuk mengontrol pertumbuhan perusahaan
- **SMTH2: *Small Positive Earnings***

Perusahaan dengan tingkat manajemen laba yang rendah diprediksikan akan memiliki korelasi negatif yang tinggi antara akrual dan arus kas (Lang, Raedy, dan Yetman, 2006; Leuz, Nanda, dan Wysocki, 2003). Karena nilai dari akrual berubah sepanjang waktu, akrual dan arus kas cenderung memiliki korelasi negatif bahkan tanpa perlu dilakukannya manajemen laba (Dechow, 1994). Land dan Lang (2002) menemukan bahwa korelasi negatif yang semakin besar mengindikasikan terjadinya manajemen laba karena manajer merespon terlalu kuat atau lemahnya arus kas dengan menaikkan atau mengurangi akrual.

Maka, metode kedua (SMTH2) diukur melalui korelasi antara arus kas operasi (CFO) dibagi dengan total aset dengan total akrual (TA) dibagi total aset. Ide dasar dari metode ini adalah manajer cenderung menyimpan cadangan akrual saat bisnis sedang berjalan lancar, dan menggunakannya saat arus kas mengalami gangguan akibat penurunan kinerja, oleh karena itu, akrual dan arus kas akan berkorelasi secara negatif (Lang, 2006; Barth, 2007). Semakin besar korelasi negatif antara TA dan CFO mengindikasikan tingkat manajemen laba yang semakin besar. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Leuz, Nanda, serta Wysocki (2003) juga menemukan hal yang sama, dimana pendapatan yang tinggi dalam suatu periode merupakan objek dari manajemen laba. Dengan menggunakan akrual yang disimpan dari periode sebelumnya, pendapatan yang tercantum dalam laporan keuangan akan cenderung bernilai positif, meskipun tidak besar (Barth, 2007). Hal ini lebih baik dari jika mencatat bahwa perusahaan mengalami kerugian.

SMTH2 = Correlation TA & CFO 3 dalam 3 tahun terakhir

Nilai SMTH2 didapatkan dari metode *simple correlation* pada Microsoft Excel dalam kurun waktu tiga tahun terakhir. Untuk memudahkan interpretasi, Nilai SMTH2 dikalikan dengan -1 sehingga nilai yang lebih besar, yaitu yang

mendekati 1 akan merepresentasikan pendapatan yang lebih smooth. Variabel kontrol yang sama dengan model manajemen laba pertama juga digunakan pada model ini.

$$\text{SMTH2}_t = \alpha + \beta_1 \text{LNASET}_t + \beta_2 \text{LEV}_t + \beta_3 \text{BM}_F + \beta_4 \text{STD_SALES} + \beta_5 \% \text{LOSS} + \beta_6 \text{SG} + \varepsilon$$

- **DIS_SMTHC: Tingkat manajemen laba**

Setelah mendapatkan nilai residual dari masing-masing persamaan manajemen laba, nilai residual tersebut diskalakan menggunakan ranking persentil dan dikombinasikan dengan menggunakan nilai rata-ratanya. Nilai akhirnya adalah nilai yang digunakan sebagai DIS_SMTHC dan digunakan sebagai *proxy* variabel manajemen laba pada penelitian ini.

3.4.1.3 Kualitas Audit (BIG4)

Penggunaan eksternal auditor dengan kualitas tinggi untuk melakukan jasa audit dapat digunakan sebagai indikator mengenai komitmen perusahaan terhadap transparansi. Penelitian sebelumnya seperti Teoh dan Wong (1993) menunjukkan bahwa di Amerika, penggunaan jasa auditor KAP BIG4 memberikan kualitas data akuntansi yang lebih baik dibandingkan dengan auditor non-BIG4. DeFond, Francis, dan Wong (2000) melakukan penelitian terhadap beberapa negara, dan menemukan bahwa audito BIG4 menghasilka kualitas yang lebih baik.

Menggunakan auditor berkualitas merupakan salah satu cara perusahaan untuk meningkatkan kualitas laporan keuangannya. Sebagai contoh, Fan dan Wong (2005) melakukan penelitian dengan negara di Asia Timur sebagai sampel. Mereka menemukan perusahaan cenderung menggunakan KAP BIG4 untuk mengurangi masalah keagenan dari konsentrasi kepemilikan, terutama apabila perusahaan tersebut terdaftar pada bursa efek negaranya. Maka, penggunaan variabel BIG4 dapat menjadi indikator yang baik untuk menunjukkan komitmen perusahaan terhadap laporan keuangan yang transparan.

Variabel ini merupakan variabel indikator yang dihitung dengan memberikan nilai 1 jika perusahaan menggunakan jasa audir dari kantor auditor

BIG 4 dan nilai 0 jika tidak (Francis, 2004). Hal ini dikarenakan kantor audit besar cenderung memiliki sumber daya serta reputasi yang baik, serta berdasarkan penelitian Fan dan Wong (2005), penggunaan kantor auditor big 4 berpengaruh negatif terhadap tingkat *discretionary accrual*.

1.4.2 Variabel Dependen

3.4.2.1 Tingkat Likuiditas

Meskipun kata likuiditas merupakan kata yang sudah sangat sering dan lazim didengar, pemahaman para pelaku pasar akan definisi dan ukuran likuiditas tidaklah sama. Ada yang menggunakan likuiditas dengan kemudahan dan kecepatan bertransaksi. Ada pula yang mengaitkannya dengan volume transaksi. Sebagian investor lain suka mengaitkannya dengan biaya transaksi yang rendah dan terakhir ada yang melihatnya dari sisi frekuensi perdagangan saham (Frensidy, 2008).

Pada penelitian ini, pendefinisian yang akan digunakan adalah terkait aktivitas perdagangan harga dan biaya transaksi, dimana masing-masing diukur melalui *daily price impact (DPI)* dan *bid-ask spreads*. Metode *price impact* diperkenalkan oleh Amihud (2002) sedangkan *bid-ask spread* dikembangkan oleh Amihud dan Mendelson (1986). Berikut akan dijelaskan metode penghitungan yang digunakan untuk mengukur setiap *proxy* likuiditas harian. Untuk mendapatkan tingkat likuiditas tahunan yang merupakan variabel dependen pada penelitian ini, digunakan logaritma natural dari rata-rata tahunan estimasi setiap *proxy* likuiditas harian.

- **DPI.** Variabel dependen untuk yang digunakan untuk mengukur bagaimana kemampuan aktivitas perdagangan saham dapat mempengaruhi harga, diukur dengan metode *price impact measure (DPI)* harian, yaitu:

00.0

R_{id} adalah nilai absolut persentase perubahan harga harian, P_{id} adalah harga saham, V_{id} volume saham yang diperjualbelikan pada hari d. Saham yang ideal adalah saham yang dapat diperdagangkan dengan volume yang besar tanpa secara signifikan mempengaruhi harganya. Semakin tinggi DPI mengindikasikan

likuiditas yang semakin rendah karena tingkat perdagangan saham akan semakin kuat mempengaruhi harganya.

- **BID-ASK.** Variabel dependen yang digunakan untuk mengukur tingkat biaya perdagangan saham, diukur dengan *bid-ask spread*, yaitu:

$$(ask - bid) / ((ask + bid) / 2)$$

Semakin tinggi nilai BID-ASK, maka semakin besar perbedaan nilai minat beli dan minat jual tertinggi pada saham tersebut. Perbedaan dari nilai *ask* dan *bid* harian disebabkan oleh kesenjangan informasi, dimana *informed trader* memasang *spread* tinggi untuk mengambil keuntungan dari *uninformed trader*. Maka saham dengan *spread* yang semakin tinggi diindikasikan semakin tidak likuid.

3.4.2.2 Volatilitas Likuiditas

Nilai untuk variabel volatilitas likuiditas akan didasarkan pada hasil dari hipotesis pertama. Pada hipotesis pertama, dilakukan regresi terhadap masing-masing indikator likuiditas, lalu peneliti akan menggunakan indikator likuiditas yang memiliki nilai *adjusted r2* paling tinggi karena dianggap paling mampu dijelaskan oleh model penelitian. Berdasarkan pengujian, *proxy price impact* yang digunakan sebagai indikator likuiditas pada penelitian ini. (Rincian ada di BAB IV).

Pengukuran volatilitas likuiditas menggunakan standar deviasi tahunan dari nilai *price impact* harian. Chordia, Subrahmanyam, dan Anshuman (2001) menemukan bahwa perusahaan dengan variabilitas perdagangan saham yang tinggi memiliki *expected return* yang rendah. Untuk memperjelas, volatilitas likuiditas belum tentu berbanding lurus dengan volatilitas perdagangan. *Proxy price impact* yang digunakan akan menilai bagaimana pengaruh aktivitas perdagangan terhadap perubahan harga. Jadi selama volatilitas perdagangan saham tidak mempengaruhi perubahan harga saham secara signifikan, maka tidak akan meningkatkan volatilitas dari Likuiditas. Maka perusahaan dengan tingkat volatilitas likuiditas yang tinggi akan lebih berisiko, karena kemungkinan saham

perusahaan berada dalam kondisi tidak likuid akan semakin tinggi (Barinov, 2010).

$$\text{LIQVOL: } \sigma \text{ DPI harian } \left(\frac{R_{1,d}}{P_{i,d}} VO_{i,d} \right)$$

3.4.3 Variabel Kontrol

3.4.3.2 Model 1

- Perusahaan besar cenderung memberikan *return* rendah bagi investor karena kecilnya risiko yang harus ditanggung investor dengan menguasai saham perusahaan tersebut (Fama dan French, 1992). Tingkat *return* berhubungan negatif dengan likuiditas, maka diperkirakan semakin besar ukuran perusahaan (LNMVE), maka akan semakin tinggi likuiditasnya. Amihud (2002) juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan cenderung berhubungan positif dengan likuiditas sahamnya.
- Berdasarkan penelitian Chung et. Al (2007), tingkat harga saham (LNPRC) akan berpengaruh positif dengan tingkat likuiditasnya, karena perusahaan dengan harga saham tinggi cenderung merupakan perusahaan dengan kinerja baik sehingga menarik atensi investor.
- Perusahaan dengan nilai *book-to-market* (BM) besar cenderung dinilai kurang menguntungkan dan berisiko tinggi oleh investor sehingga mereka pun kurang berminat untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Maka perusahaan dengan nilai BM besar cenderung akan memiliki tingkat likuiditas yang rendah (Stoll, 2000).
- Penelitian Lang, Lins dan Maffett (2009) menemukan bahwa perusahaan yang mengalami kerugian (LOSS) cenderung akan mengalami penurunan likuiditas karena investor merasa bahwa saham perusahaan tersebut memiliki risiko tinggi sehingga mereka kurang tertarik untuk berinvestasi disitu.
- Bhide (1993) menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi (CLHLD) akan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan.

Hal ini disebabkan karena sedikitnya saham yang beredar bebas di pasaran serta investor cenderung kurang tertarik pada saham seperti ini, karena Indonesia belum memiliki perlindungan yang optimal bagi *minority shareholders*.

- Semakin tinggi variabilitas dari *return* (STDRET), maka akan menurunkan likuiditas perusahaan (Spiegel & Wang, 2005). Hal ini disebabkan tingginya variabilitas *return* akan meningkatkan risiko dari saham sehingga menyebabkan sifat *risk-averse* dari investor pada jenis saham ini.

3.4.3.1 Model 2

- Perusahaan dengan pendapatan yang variatif sebenarnya dapat memiliki hubungan negatif ataupun positif terkait volatilitas likuiditas. Anwar et. Al (2010) menemukan bahwa variabilitas sales (STD_SALES) yang tinggi akan meningkatkan volatilitas, sementara Lang & Maffett (2011) menemukan hubungan negatif pada mereka.
- Fama dan French (1992) menemukan bahwa perusahaan dengan nilai BM yang tinggi cenderung akan memiliki volatilitas likuiditas yang tinggi juga, Hal ini disebabkan saham biasa diperjualbelikan dengan harga diskon dengan *expected return* relatif tinggi oleh pemilik saham karena kurangnya minat investor lain pada saham ini.
- Pada proporsi saham yang tidak diperjualbelikan bebas (CLHLD), hubungannya terhadap volatilitas diduga negatif. Berdasarkan Leuz et. Al (2008). Dengan hanya sedikitnya saham yang diperjualbelikan bebas, aktivitas perdagangan tidak akan banyak mempengaruhi fluktuasi likuiditas perusahaan saham tersebut dimiliki oleh pihak yang memiliki akses terhadap informasi perusahaan sehingga tidak memerlukan data sekunder. Hal ini menyebabkan likuiditas cenderung stabil dan memiliki volatilitas rendah.
- Frekuensi kerugian (LOSS_FREQ) yang semakin sering cenderung akan meningkatkan fluktuasi dari likuiditas. Hal ini disebabkan oleh tingginya risiko bisnis dari perusahaan (Lang & Maffett, 2011) sehingga likuiditas

saham perusahaan menjadi tidak stabil dan sensitif terhadap informasi terkait nilai perusahaan.

- Semakin tinggi variabilitas dari *return* (STD_RET) akan meningkatkan volatilitas likuiditas dari perusahaan (Ait-Sahalia dan Yu, 2009). Saham yang semakin likuid akan memiliki *return* yang rendah serta konstan. *Proxy* dari *return* adalah harga saham. Semakin fluktuatif harga saham, maka *return* juga semakin fluktuatif.
- Ukuran perusahaan (SIZE) diduga akan memberikan hubungan secara negatif pada volatilitas likuiditas (Malkiel dan Xu, 1997). Hal ini disebabkan perusahaan besar cenderung memiliki reputasi yang baik di kalangan investor, hal ini menyebabkan informasi mengenai nilai perusahaan tidak terlalu mempengaruhi kondisi likuiditas sahamnya, sehingga variabilitas dari likuiditas saham perusahaan besar cenderung rendah.
- Zhang (2010) menemukan bahwa perusahaan dengan likuiditas (*ILLIQ*) tinggi cenderung memiliki volatilitas yang rendah. Jika perusahaan memiliki nilai likuiditas yang tinggi, maka sahamnya akan mudah diperdagangkan. Akibatnya, saham tersebut akan stabil, karena aktivitas perdagangan saham tidak akan terlalu mempengaruhi tingkat harganya. Respon yang diberikan oleh investor tidak akan terlalu terkait beredarnya informasi mengenai nilai perusahaan.

1.4.4 Fungsi Logaritma Natural

Logaritma natural merupakan logaritma yang berbasikan e , dimana nilai e itu sendiri adalah 2.718281821821828459 ... (dan seterusnya). Logaritma natural terdefiniskan untuk bilangan real positif x dan dapat difenisikan untuk bilangan kompleks yang bukan 0. $\ln(x)$ disebut logaritma natural karena dua hal: pertama, lebih sering dijumpai persamaan yang nilai variabelnya merupakan pangkat dari e dibandingkan yang merupakan pangkat dari 10. Kedua, karena logaritma natural dapat didefinisikan dengan mudah menggunakan intergral dasar atau deret dari Taylor, sedangkan logaritma berbasis lain tidak dapat didefinisikan dengan cara ini. Penggunaan logaritma natural biasa digunakan pada variabel dengan nilai

yang terlalu besar atau terlalu kecil terhadap variabel lainnya. Dengan menggunakan logaritma natural, *outliers* dapat dihilangkan dan menstasionerkan data.

3.5 Teknik Pengolahan Data

Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini, data akan diolah dengan menggunakan metode regresi *cross-sectional* menggunakan program Eviews 6.

3.6 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan agar model utama regresi pada penelitian signifikan dan representatif. Dalam analisis regresi berganda perlu menghindari adanya penyimpangan asumsi klasik supaya tidak timbul masalah dalam penggunaannya. Asumsi dasar tersebut adalah apabila tidak terjadi multikolinearitas, heteroskedastisitas, normalitas data, dan autokorelasi.

3.6.1 Multikolinearitas

Multikolinearitas artinya antara variabel independen yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna/mendekati sempurna atau koefisien korelasinya tinggi. Akibat dari adanya multikolinearitas adalah tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga. Hal ini akan menimbulkan bias dalam estimasi. Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi korelasi antar variabel. Metode untuk menguji ada tidaknya multikolinearitas dilihat dari matriks korelasi antar variabel independen. Dengan rule of thumbs sebesar 0.8, maka jika korelasi antar variabel bebas lebih kecil daripada 0.8, dapat dikatakan tidak ada multicollinearity.

3.6.2 Heteroskedastisitas

Gejala heteroskedastisitas akan muncul apabila variabel pengganggu memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi yang lain. Adanya heteroskedastisitas menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien (Gujarati, 1998).

Untuk menguji gejala heteroskedastisitas, digunakan uji *White Heteroscedasticity*. Dasar pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut:

H0: tidak ada heteroskedastisitas (Homocedastis)

H1: ada heteroskedastisitas

Apabila probabilitas lebih besar dari pada alpha yaitu 5%, maka terima H0, artinya tidak ada heteroskedastisitas.

3.6.3 Normalitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen, ataupun keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Dasar pengambilan keputusan melalui Uji Jarque-Bera, yakni H0: Data terdistribusi secara normal dan H1: Data tidak terdistribusi secara normal. Apabila nilai *skewness* berada pada rentang -2 sampai +2 maka Terima H0, yaitu data terdistribusi normal.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Seleksi Sampel

Dalam penelitian ini digunakan, sampel penelitian berasal dari populasi 133 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2008-2010. Kriteria diberikan kepada perusahaan yang memiliki hari terdapat aktivitas perdagangan saham sebanyak 10 hari pada setiap bulan dalam periode pengujian. Kriteria khusus adalah pada Oktober 2008-Maret 2009, yaitu terdapat minimal 8 hari aktivitas perdagangan saham pada periode tersebut. Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria berjumlah 61 perusahaan dengan jumlah titik observasi yang berbeda, minimal 1 observasi dan maksimal 3 observasi untuk setiap perusahaan. Total titik observasi berjumlah 163.

4.2 Deskriptif Statistik

4.2.1 Model Transparansi dan Likuiditas

Tabel 4.1

Tabel Deskriptif Statistik Model 1

	TRANS	BIG_4	DIS_SMTHC	BIDASK	DPI
Mean	0.504356	0.509202	0.499510	-1.681804	-16.34102
Median	0.539000	1.000000	0.518000	-1.692000	-15.69625
Maximum	0.998250	1.000000	0.996500	-0.412000	-0.873238
Minimum	0.001750	0.000000	0.006000	-3.052000	-30.01570
Std. Dev.	0.273420	0.501456	0.256744	0.456414	4.350230
Skewness	0.020739	-0.037159	-0.139074	-0.007540	-0.342272
Kurtosis	2.299824	1.664996	1.001355	3.017064	3.913144

Jarque-Bera	3.438318	12.11582	27.16668	0.003522	8.845687
Probability	0.179217	0.002339	0.000001	0.998240	0.012000
Sum	61.13750	82.29000	83.00000	-274.1340	-2663.587
Sum Sq. Dev.	5.525050	13.59661	40.73620	33.74686	3065.769
Observations	163	163	163	163	163

	STDRET	LOSS	LNPRICE	LMVE	CLHLD	BM
Mean	0.244214	0.159509	2.750607	12.64663	0.725930	1.368491
Median	0.201237	0.000000	2.613000	11.23450	0.748100	0.901000
Maximum	0.758850	1.000000	4.830000	29.96100	0.991400	16.66700
Minimum	0.074348	0.000000	1.699000	4.019000	0.330700	0.026504
Std. Dev.	0.144288	0.367279	0.721371	4.822262	0.161494	2.315042
Skewness	1.687384	1.859842	0.617081	1.760812	-0.346800	0.713877
Kurtosis	36.57870	4.459012	2.630192	5.868726	2.170466	27.36195
Jarque-Bera	8238.826	108.4273	11.27358	139.2621	7.940860	4044.730
Probability	0.000000	0.000000	0.003564	0.000000	0.018865	0.000000
Sum	41.12200	26.00000	448.3490	2048.754	118.3266	223.0640
Sum Sq. Dev.	6.100637	21.85276	84.30083	3743.928	4.225036	868.2259
Observations	163	163	163	162	163	163

Variabel tingkat transparansi merupakan variabel yang nilainya merupakan ranking pengurutan. Dari hasil statistik, dapat dilihat bahwa nilai variabel tingkat transparansi terbesar dimiliki oleh DVLA dengan nilai 0.998 pada tahun 2010 sementara nilai terendah sebesar 0.002 dimiliki oleh INDF pada tahun 2010. Rata-rata tingkat transparansi dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.505 dengan standar deviasi 0.290. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Pada variabel penggunaan KAP BIG4, digunakan penggunaan *dummy variable* yang hanya akan memberikan nilai antara 0 dan 1, maka tidak akan terdistribusi secara normal berdasarkan probabilitas Jarque-Berra. Dengan nilai rata-rata yang melebihi 0.5 berarti sekitar setengah dari keseluruhan objek observasi pada penelitian ini telah menggunakan jasa KAP BIG4.

Selanjutnya, pada variabel tingkat manajemen laba, nilai terbesar dimiliki oleh APLI dan MRAT (keduanya pada tahun 2008) sebesar 0.996. Nilai terkecil dimiliki oleh ETWA pada tahun 2009 sebesar 0.006. Rata-rata tingkat manajemen laba dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.499 dengan standar deviasi 0.256. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Pada variabel *bid-ask spread*, nilai terbesar dimiliki oleh PTSN pada tahun 2009 sebesar -0.412 sedangkan nilai terkecil didapatkan pada BRPT di tahun observasi 2008 senilai -3.052. Rata-rata tingkat *bid-ask spread* dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah -1.682 dengan standar deviasi 0.456. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Sementara itu, untuk variabel *price impact*, nilai terbesar dimiliki oleh PBRX pada tahun pengujian 2010, yaitu senilai -0.873 sedangkan nilai terkecil dimiliki oleh ASII, juga pada 2010 dengan nilai -30.0157. Rata-rata dari tingkat *price impact* pada rentang waktu 2008-2010 adalah -16.341 dengan standar

deviasi 4.35. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Untuk variabel variabilitas *return*, nilai terkecil dimiliki oleh YPAS yaitu 0.074 pada tahun 2010 sebesar sedangkan nilai terkecil didapatkan pada VOKS di tahun observasi 2010 senilai 0.759. Rata-rata tingkat variabilitas *return* dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.244 dengan standar deviasi 0.144. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Untuk variabel kerugian, merupakan *dummy variable* yang nilainya hanya diantara 0 dan 1, maka tidak akan memiliki distribusi yang normal berdasarkan Jarque-Berra. Dengan nilai rata-rata sebesar 0.159 sepanjang periode penelitian dari tahun 2008-2010, dimana lebih dekat terhadap nilai 0 dibandingkan 1. Maka jauh lebih banyak perusahaan mengalami keuntungan selama periode penelitian.

Pada variabel logaritma natural tingkat harga saham, nilai terkecil dimiliki oleh INAF pada tahun 2008 sebesar -0.412 sedangkan nilai terbesar didapatkan pada ASII di tahun observasi 2010 senilai 4.83. Rata-rata tingkat logaritma natural harga saham dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah -2.75 dengan standar deviasi 0.721. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Sementara itu, untuk variabel logaritma natural kapitalisasi pasar, nilai terbesar dimiliki oleh HMSP pada tahun pengujian 2010, yaitu senilai 29.961 sedangkan nilai terkecil dimiliki oleh YPAS pada 2009 dengan nilai 4.019. Rata-rata dari tingkat logaritma kapitalisasi pasar pada rentang waktu 2008-2010 adalah 12.64 dengan standar deviasi 4.82. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Untuk variabel tingkat saham yang tidak diperjualbelikan secara bebas, nilai terkecil dimiliki oleh YPAS yaitu 0.074 pada tahun 2010 sebesar sedangkan

nilai terkecil didapatkan pada VOKS di tahun observasi 2010 senilai 0.759. Rata-rata tingkat variabilitas *return* dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.244 dengan standar deviasi 0.144. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Variabel terakhir pada model ini, adalah nilai buku berbanding nilai pasar dari ekuitas. Dapat dilihat bahwa nilai terkecil dimiliki oleh UNVR pada tahun 2010 sebesar 0.027 sementara nilai terbesar dimiliki oleh MLIA pada tahun 2008 dengan nilai 16.667. Rata-rata dari nilai BM selama periode 2008-2010 pada perusahaan manufaktur adalah 1.388 dengan standar deviasi 2.315. Selanjutnya, berdasarkan probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari alpha 5%, dapat dikatakan data tidak terdistribusi secara normal.

4.2.2. Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

Tabel 4.2

Tabel Deskriptif Statistik Model II

	LNLIQVOL	TRANS	BIG_4	DIS_SMTHC
Mean	-8.178541	0.504356	0.509202	0.499510
Median	-7.267800	0.539000	1.000000	0.518000
Maximum	-1.679300	0.998250	1.000000	0.996500
Minimum	-18.79180	0.001750	0.000000	0.006000
Std. Dev.	4.198368	0.273420	0.501456	0.256744
Skewness	-0.689427	0.020739	-0.037159	-0.139074
Kurtosis	2.513936	2.299824	1.664996	1.001355
Jarque-Bera	14.51715	3.438318	12.11582	27.16668
Probability	0.000704	0.179217	0.002339	0.000001

Sum	-1333.102	61.13750	82.29000	83.00000
Sum Sq. Dev.	2855.460	5.525050	13.59661	40.73620
Observations	163	163	163	163

	STD_RET	STD_SALES	ILLIQ	BM	CLHLD	LOSS_FREQ	SIZE
Mean	0.2442	26.3997	3.48E-06	1.3684	0.7259	0.1533	12.646
Median	0.2010	26.2608	1.52E-07	0.9009	0.7481	0.0000	11.234
Maximum	0.7590	30.6790	7.04E-05	16.667	0.9914	1.0000	29.961
Minimum	0.0740	21.6239	9.21E-14	-14.286	0.3307	0.0000	4.0190
Std. Dev.	0.1443	1.7752	1.06E-05	2.3150	0.1614	0.2802	4.8222
Skewness	1.6723	-0.0502	5.0717	0.7139	-0.3468	1.6579	1.7608
Kurtosis	5.8395	3.0336	30.828	27.360	2.1704	4.5197	5.8687
Jarque-Bera	130.734	0.0763	5956.9	4044.3	7.9408	90.357	139.26
Probability	0.0000	0.9625	0.0000	0.0000	0.0188	0.0000	0.0000
Sum	39.8080	4303.1	0.0005	223.057	118.32	25.000	2048.7
Sum Sq. Dev.	3.3734	510.54	1.81E-08	868.247	4.2250	12.721	3743.9
Observations	163	163	163	163	163	163	163

Variabel tingkat transparansi (TRANS) merupakan variabel yang nilainya merupakan ranking pengurutan. Dari hasil statistik, dapat dilihat bahwa nilai variabel tingkat transparansi terbesar dimiliki oleh DVLA dengan nilai 0.998 pada

tahun 2010 sementara nilai terendah sebesar 0.002 dimiliki oleh INDF pada tahun 2010. Rata-rata tingkat transparansi dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.505 dengan standar deviasi 0.290. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Pada variabel penggunaan KAP BIG4, digunakan penggunaan *dummy variable* yang hanya akan memberikan nilai antara 0 dan 1, maka tidak akan terdistribusi secara normal berdasarkan probabilitas Jarque-Berra. Dengan nilai rata-rata yang melebihi 0.5 berarti sekitar setengah dari keseluruhan objek observasi pada penelitian ini telah menggunakan jasa KAP BIG4.

Selanjutnya, pada variabel tingkat manajemen laba (DIS_SMTHC), nilai terbesar dimiliki oleh APLI dan MRAT (keduanya pada tahun 2008) sebesar 0.996. Nilai terkecil dimiliki oleh ETWA pada tahun 2009 sebesar 0.006. Rata-rata tingkat manajemen laba dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.499 dengan standar deviasi 0.256. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Untuk variabel variabilitas *return*, nilai terkecil dimiliki oleh YPAS yaitu 0.074 pada tahun 2010 sebesar sedangkan nilai terkecil didapatkan pada VOKS di tahun observasi 2010 senilai 0.759. Rata-rata tingkat variabilitas *return* dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.244 dengan standar deviasi 0.144. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Pada variabel variabilitas penjualan, nilai terbesar dimiliki oleh sementara nilai yang paling rendah dimiliki oleh ADES pada tahun 2009 sebesar 21.629. ASII pada tahun 2008 memiliki nilai tertinggi pada variabel ini, yaitu sebesar 30.679. Rata-rata variabilitas penjualan pada perusahaan manufaktur adalah 26.397 dengan standar deviasi 1.775. Berdasarkan dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 0 maka dikatakan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Sementara itu, untuk variabel *price impact*, nilai terbesar dimiliki oleh PBRX pada tahun pengujian 2010, yaitu senilai -0.873 sedangkan nilai terkecil dimiliki oleh ASII, juga pada 2010 dengan nilai -30.0157. Rata-rata dari tingkat *price impact* pada rentang waktu 2008-2010 adalah -16.341 dengan standar deviasi 4.35. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Berikutnya adalah variabel nilai buku berbanding nilai pasar dari ekuitas. Dapat dilihat bahwa nilai terkecil dimiliki oleh UNVR pada tahun 2010 sebesar 0.027 sementara nilai terbesar dimiliki oleh MLIA pada tahun 2008 dengan nilai 16.667. Rata-rata dari nilai BM selama periode 2008-2010 pada perusahaan manufaktur adalah 1.388 dengan standar deviasi 2.315. Selanjutnya, berdasarkan probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari alpha 5%, dapat dikatakan data tidak terdistribusi secara normal.

Untuk variabel tingkat saham yang tidak diperjualbelikan secara bebas, nilai terkecil dimiliki oleh YPAS yaitu 0.074 pada tahun 2010 sebesar sedangkan nilai terkecil didapatkan pada VOKS di tahun observasi 2010 senilai 0.759. Rata-rata tingkat variabilitas *return* dari perusahaan-perusahaan manufaktur BEI pada tahun 2008-2010 adalah 0.244 dengan standar deviasi 0.144. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Untuk variabel frekuensi kerugian, merupakan *dummy variable* yang nilainya hanya diantara 0, 1/3, 2/3, dan 1 maka tidak akan memiliki distribusi yang normal berdasarkan Jarque-Berra. Dengan nilai rata-rata sebesar 0.153 sepanjang periode penelitian dari tahun 2008-2010, dimana lebih dekat terhadap nilai 0 dibandingkan 1. Maka bisa dikatakan pada periode pengujian, tidak banyak perusahaan yang mengalami kerugian dalam tiga tahun terakhir, dan seandainya ada kebanyakan hanya 1 kali dalam tiga periode tersebut.

Variabel terakhir untuk model ini adalah ukuran perusahaan. Untuk variabel ukuran perusahaan, nilai terbesar dimiliki oleh HMSP pada tahun pengujian 2010, yaitu senilai 29.961 sedangkan nilai terkecil dimiliki oleh YPAS

pada 2009 dengan nilai 4.019. Rata-rata dari tingkat logaritma kapitalisasi pasar pada rentang waktu 2008-2010 adalah 12.64 dengan standar deviasi 4.82. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

4.2.3 Model Tingkat Manajemen Laba

Tabel 4.3

Tabel Deskriptif Statistik Model Manajemen Laba

	SMTH1	SMTH2	LNASET	BM	STD_DALES	LOSS_FREQ	SG	LEVERAGE
Mean	-1.2098	0.7012	21.338	1.3684	1.10E+12	0.1533	0.1596	0.3079
Median	-0.4728	0.9585	21.249	0.9009	2.54E+11	0.0000	0.1524	0.2466
Maximum	-0.0260	0.9999	25.439	16.666	1.04E+13	1.0000	0.5732	1.4208
Minimum	-7.9409	-0.8910	17.560	0.0270	2.46E+09	0.0000	-	0.0000
Std. Dev.	1.7488	0.5282	1.5613	2.3150	2.12E+12	0.2802	0.1752	0.3050
Skewness	-2.4944	-2.0208	0.2878	0.7139	3.0842	1.6579	-	1.8203
Kurtosis	9.0132	5.8524	2.7767	27.359	12.453	4.5197	6.5641	7.0227
Jarque-Bera	414.62	166.20	2.5894	4044.0	865.39	90.362	106.98	199.92
Probability	0.0000	0.0000	0.2739	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Sum	-197.20	114.30	3478.1	223.05	1.79E+14	25.000	26.030	50.192
Sum Sq. Dev.	495.47	45.210	394.90	868.22	7.29E+26	12.721	4.9733	15.070
Observations	163	163	163	163	163	163	163	163

Variabel tingkat SMTH1 (*earning smoothness*) merupakan *proxy* pertama dari estimasi tingkat manajemen laba. Dari hasil statistik, dapat dilihat bahwa nilai variabel tingkat transparansi terbesar dimiliki oleh JPFA dengan nilai -0.026063

pada tahun 2009 sementara nilai terendah sebesar -7.940941 dimiliki oleh ETWA pada tahun 2008. Rata-rata tingkat SMTH1 dari perusahaan-perusahaan sampel pada tahun 2008-2010 adalah -1.290845 dengan standar deviasi 1.7488. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Pada variabel, SMTH2 (*small positive earnings*) yang digunakan sebagai *proxy* kedua dari estimasi tingkat manajemen laba, ditemukan bahwa nilai terkecil dimiliki oleh AMFG pada tahun 2010 sebesar -0.891. Nilai terbesar yaitu 0,993 dimiliki oleh UNVR pada tahun 2009. Rata-rata tingkat SMTH2 pada perusahaan-perusahaan sampel pada tahun 2008-2010 adalah -1,209 dengan standar deviasi 0.528. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5% dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Selanjutnya, pada variabel logaritma natural ukuran perusahaan (LNASET), nilai terendah dimiliki oleh SIMA pada tahun 2010 sebesar 17,560. Nilai tertinggi dimiliki oleh ASII pada tahun 2010 sebesar 25.439. Rata-rata ukuran perusahaan dari perusahaan-perusahaan sampel pada tahun 2008-2010 adalah 21.3389 dengan standar deviasi 1.561. Dilihat dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari 5%, dapat diambil kesimpulan untuk tolak H_0 , yang berarti data tidak terdistribusi normal.

Berikutnya adalah rasio *book-to-market value of equity* (BM). Dapat dilihat bahwa nilai terkecil dimiliki oleh UNVR pada tahun 2010 sebesar 0.027 sementara nilai terbesar dimiliki oleh MLIA pada tahun 2008 dengan nilai 16.667. Rata-rata dari nilai BM selama periode 2008-2010 pada perusahaan sampel di periode 2008-2010 adalah 1.388 dengan standar deviasi 2.315. Selanjutnya, berdasarkan probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari alpha 5%, dapat dikatakan data untuk variabel ini tidak terdistribusi secara normal (tolak H_0).

Kemudian pada variabel variabilitas penjualan, nilai terbesar dimiliki oleh sementara nilai yang paling rendah dimiliki oleh ADES pada tahun 2009 sebesar 2.46E+09. ASII pada tahun 2008 memiliki nilai tertinggi pada variabel ini, yaitu sebesar 1.04E+13. Rata-rata variabilitas penjualan pada perusahaan manufaktur

adalah $1.1E+12$ dengan standar deviasi $2.12E+12$. Berdasarkan dari probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari alpha 5% maka dikatakan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Untuk variabel frekuensi kerugian, merupakan *dummy variable* yang nilainya hanya diantara 0, 1/3, 2/3, dan 1 maka tidak akan memiliki distribusi yang normal berdasarkan Jarque-Berra. Dengan nilai rata-rata sebesar 0.153 sepanjang periode penelitian dari tahun 2008-2010, dimana lebih dekat terhadap nilai 0 dibandingkan 1. Maka bisa dikatakan pada periode pengujian, tidak banyak perusahaan yang mengalami kerugian dalam tiga tahun terakhir, dan seandainya ada kebanyakan hanya 1 kali dalam tiga periode tersebut.

Pada variabel pertumbuhan penjualan (SG), nilai terbesar dimiliki oleh BRPT pada tahun 2010 sebesar -0.573 sedangkan nilai terkecil didapatkan pada SIMA di tahun observasi 2009 senilai -0.592. Rata-rata tingkat pertumbuhan penjualan dari perusahaan-perusahaan sampel pada tahun 2008-2010 adalah -0.159 dengan standar deviasi 0.175. Berdasarkan tingkat probabilitas Jarque-Berra perusahaan disimpulkan bahwa data pada variabel ini tidak terdistribusi secara normal.

Variabel terakhir pada model ini, adalah nilai *leverage* (LEV). Komponen *leverage* adalah total utang dan total aset. Banyak perusahaan sampel ditemukan tidak menggunakan utang untuk menunjang pendanaan sehingga memiliki nilai *leverage* 0, diantaranya UNVR, AMFG, JPRS, dan TCID. Sementara nilai terbesar dimiliki oleh MLIA pada tahun 2008 dengan nilai 1.4208. Rata-rata dari nilai LEV selama periode 2008-2010 pada perusahaan manufaktur adalah 0.307 dengan standar deviasi 0.305. Selanjutnya, berdasarkan probabilitas Jarque-Berra yang lebih kecil dari alpha 5%, dapat dikatakan data tidak terdistribusi secara normal.

4.3 Model Manajemen Laba

4.3.1 Uji Model Manajemen Laba

Terdapat dua model yang digunakan untuk mengukur estimasi tingkat manajemen laba perusahaan.

$$SMTH1_t = \alpha + \beta_1 LNASET_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 BM_F + \beta_4 STD_SALES + \beta_5 \%LOSS + \beta_6 SG + \varepsilon$$

$$SMTH2_t = \alpha + \beta_1 LNASET_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 BM_F + \beta_4 STD_SALES + \beta_5 \%LOSS + \beta_6 SG + \varepsilon$$

Dimana:

- SMTH1 : estimasi tingkat manajemen laba *poxy earning smoothness*
- SMTH2 : estimasi tingkat manajemen laba *proxly small positive earnings*
- LNASSETS : logaritma total aset.
- LEV : total utang dibagi total aset
- BM : rasio dari nilai buku terhadap nilai pasar dari ekuitas
- STD_SALES : standar deviasi dari penjualan perusahaan tiga tahun terakhir
- %LOSS : proporsi kerugian perusahaan dalam tiga tahun terakhir
- SG : rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan tiga tahun terakhir

4.3.2 Hasil Regresi Model Manajemen Laba

4.3.2.1 Uji Asumsi Klasik

Untuk uji heterokedastisitas model manajemen laba 1&2 dilakukan uji White dan didapat sesuai table dibawah ini. Dapat disimpulkan bahwa dengan

alpha 5% dan probabilitas yang lebih besar dari alpha diatas 0.05 maka tidak terdapat heterokedastisitas pada pada model 1 dan 2. Jika terdapat heterokedastisitas, dalam melakukan regresi *least square* dilakukan pemilihan *Heterokedasticity Coefficient Covariance White*. Melalui pengujian didapatkan ternyata pada model manajemen laba 1 dan 2 tidak terdapat gejala heterokedastisitas.

Untuk uji multikolinearitas, dilakukan penghitungan korelasi antar variabel dependen. Dengan *rule of thumbs* sebesar 0.8, didapatkan bahwa hubungan antara setiap variabel independen dalam kedua model manajemen laba dapat dikatakan tidak ada *multicollinearity*, dikarenakan korelasinya kurang dari 0.8.

4.3.2.2 Analisis Hasil Regresi Model manajemen laba 1

Berikut adalah hasil regresi *least square* dengan menggunakan *cross-sectional approach*.

Tabel 4.4

Tabel Hasil Regresi Model Manajemen Laba 1

Variabel	Expected Sign	Coefficient	Prob
LNASET	-	-0.013274	0.4593
BM	+	0.010235	0.4315
STD_SALES	+	8.60E-14	0.1703
LOSS_FREQ	-	-1.660203	0.0024***
SQ	-	-1.404397	0.0579*
LEVERAGE	-	-0.704813	0.0790*
C		-0.339287	0.44975

Variabel *LNASET* memiliki nilai koefisien sebesar -0.013274. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan nilai probabilitas sebesar 0.45935, lebih besar daripada alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan dalam mempengaruhi *earning smoothness*. *LNASET* digunakan sebagai *proxy* untuk mengukur ukuran perusahaan. Pengaruh yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada praktik manajemen laba. Perusahaan yang besar maupun kecil tetap memiliki kemungkinan untuk melakukan manajemen laba.

Variabel *BM* memiliki koefisien sebesar 0.012035. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.43155, lebih besar dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. *BM* digunakan untuk mengukur rasio nilai buku terhadap nilai pasar perusahaan, Semakin besar nilainya, maka perusahaan tersebut tidak dianggap menguntungkan secara ekuitas oleh investor. Dengan kondisi yang tidak signifikan, maka diindikasikan bahwa perbandingan nilai buku dan pasar tidak dijadikan sebagai pemicu manajemen laba.

Variabel *STD_SALES* memiliki koefisien sebesar 8.60E-14. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.1703, lebih besar dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Variabel ini tidak signifikan, maka diindikasikan bahwa risiko bisnis perusahaan tidak menjadi faktor yang memicu praktik manajemen laba perusahaan.

Variabel *LOSS_FREQ* memiliki koefisien sebesar -1.660203. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.0024, lebih kecil dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Leuz, Nanda, dan Wysocki (2003) serta Francis et. Al (2004) mengemukakan bahwa manajer cenderung menggunakan akrual untuk meningkatkan labanya. Jika manajer tidak melakukan manipulasi

laba pada saat perusahaan mengalami kerugian, maka akan menurunkan tingkat manajemen laba.

Variabel *SG* memiliki koefisien sebesar -1.404397. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.0759, lebih kecil dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Dengan *sales growth* yang semakin tinggi, berarti perusahaan berkinerja dengan baik, maka manajer pun tidak perlu melakukan manajemen laba untuk mendapatkan insentif dari pemegang saham. (Kim, et. Al, 2003).

Variabel *LEVERAGE* memiliki koefisien sebesar -0.339287. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.074, lebih kecil dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Hasil ini sesuai dengan dugaan semula. *Leverage* yang tinggi menyebabkan manajer tidak perlu menciptakan akrual dengan aktivitas manajemen laba. *Leverage* yang tinggi akan menyebabkan arus kas perusahaan rendah, sehingga mereka sehingga mereka tidak perlu melakukan upaya untuk menunjukkan performa positif mereka dengan tingkat akrual.

Untuk melihat kesesuaian dari model (*goodness of fit*) digunakan koefisien determinasi R^2 . Bila dilihat dari nilai *R-squared* model ini yaitu sebesar 0.102046, artinya variabel-variabel independen pada model manajemen laba ini dapat menjelaskan pengaruhnya sebesar 10.20% terhadap variabel dependennya. Nilai *adjusted R-squared* adalah nilai R^2 yang sudah disesuaikan dengan jumlah variabel independen, semakin banyak variabel independen yang dimasukkan dalam persamaan, akan semakin memperkecil nilai R^2 .

Tabel 4.5

Tabel *goodness of fit* untuk model manajemen laba 1

R-squared	0.102046
Adjusted R-squared	0.067509

4.3.2.3 Analisis Hasil Regresi Model manajemen laba 2

Tabel 4.6

Tabel Hasil Regresi Model Manajemen Laba 2

Variabel	Expected Sign	Coefficient	Prob.
LNASET	-	-0.047712	0.1159
BM	+	-0.004396	0.4045
STD_SALES	+	3.03E-14	0.1369
LOSS_FREQ	-	-0.540078	0.0014***
SQ	-	-0.593075	0.0150**
LEVERAGE	-	0.037642	0.4001
C		1.858038	0.0125

Variabel *LNASET* memiliki nilai koefisien sebesar -0.047712. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan nilai probabilitas sebesar 0.1159, lebih besar daripada alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan dalam mempengaruhi *earning smoothness*. *LNASET* digunakan sebagai *proxy* untuk mengukur ukuran perusahaan Di Indonesia, kinerja perusahaan yang besar cenderung stabil dan sangat dominan sehingga menyebabkan jarang terjadi penurunan performa secara signifikan, maka manajer tidak perlu menggunakan cadangan akrual untuk meningkatkan laba. Hal ini sejalan dengan penelitian Lang dan Maffett (2009)

Variabel *BM* memiliki koefisien sebesar -0.004396. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.4015, lebih besar dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. *BM* digunakan untuk mengukur rasio nilai

buku terhadap nilai pasar perusahaan, Semakin besar nilainya, maka perusahaan tersebut tidak dianggap menguntungkan secara ekuitas oleh investor.

Variabel *STD_SALES* memiliki koefisien sebesar 2.760E-14. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.13695, lebih besar dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Jika volatilitas penjualan tinggi, maka berarti ada ketidakpastian mengenai kinerja perusahaan sehingga menimbulkan *risk-averseness* dari investor. Maka perusahaan cenderung menggunakan akrual untuk meningkatkan laba pada periode dimana perusahaan tidak bekerja maksimal sehingga akan mengurangi volatilitas dan menarik perhatian investor. Hal ini sejalan dengan penelitian Lang dan Maffett (2009)

Variabel *LOSS_FREQ* memiliki koefisien sebesar -0.540078. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.0014, lebih kecil dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Manajer cenderung menggunakan cadangan akrual untuk merubah *net income* perusahaan yang tadinya negatif menjadi positif, meskipun rendah (Lang, 2006). Maka jika perusahaan seringkali mengumumkan kerugian dalam laporan keuangannya, berarti manajer tidak menggunakan cadangan akrual tersebut. Hal ini akan menyebabkan tingkat manajemen laba menjadi lebih rendah.

Variabel *SG* memiliki koefisien sebesar -0.593075. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.015035, lebih kecil dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Dengan tanda koefisien negatif, kenaikan frekuensi kerugian perusahaan sebanyak satu kali akan menyebabkan penurunan pada *income smoothing* dari perusahaan sebanyak -0.593075. Dengan *sales growth* yang semakin tinggi, berarti perusahaan berkinerja dengan baik, maka manajer pun tidak perlu menggunakan cadangan akrual untuk meningkatkan laba (Kim et, Al, 2003).

Variabel *LEVERAGE* memiliki koefisien sebesar 0.037642. Apabila dilihat dari probabilitas dalam uji t, dengan probabilitas sebesar 0.4001, lebih kecil dari alpha sebesar 10%, dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *earning smoothness*. Nilai *leverage* yang tinggi menunjukkan perusahaan cenderung mendapatkan pembiayaan melalui utang, hal ini tentu tidak disukai oleh investor karena mengancam *going concern* perusahaan. Maka manajer menggunakan akrual untuk meningkatkan laba. Laba yang naik dapat menarik investor sehingga menaikkan harga saham. Hal tersebut akan menurunkan nilai dari *leverage*.

Untuk melihat kesesuaian dari model (*goodness of fit*) digunakan koefisien determinasi R^2 . Bila dilihat dari nilai *R-squared* model ini yaitu sebesar 0.077013, artinya variabel-variabel independen pada model manajemen laba ini dapat menjelaskan pengaruhnya sebesar 7.701% terhadap variabel dependennya. Nilai *adjusted R-squared* adalah nilai R^2 yang sudah disesuaikan dengan jumlah variabel independen, semakin banyak variabel independen yang dimasukkan dalam persamaan, akan semakin memperkecil nilai R^2 .

Tabel 4.7

Tabel *goodness of fit* untuk model manajemen laba 2

R-squared	0.077013
Adjusted R-squared	0.041514

4.4. Model Transparansi dan Tingkat Likuiditas

4.4.1 Uji Model Transparansi dan Tingkat Likuiditas

Model yang digunakan pada penelitian ini adalah model yang disarankan oleh Lang *et Al* (2009), yaitu:

$$\text{BIDASK}_t = \alpha_1 + \beta_1 \text{TRANS}_t + \beta_2 \text{LNMVE}_t + \beta_3 \text{LNPRC}_t + \beta_4 \text{BM}_t + \beta_5 \text{LOSS}_t + \beta_6 \text{STD_RET}_t + \beta_7 \text{CLHLD}_t + \varepsilon$$

$$DPI_t = \alpha_1 + \beta_1 TRANS_t + \beta_2 LNMVE_t + \beta_3 LNPRC_t + \beta_4 BM_t + \beta_5 LOSS_t + \beta_6 STD_RET_t + \beta_7 CLHLD_t + \varepsilon$$

Dimana:

- *BIDASK* : biaya transaksi yang harus dibayarkan investor sebagai *proxy* likuiditas
- *DPI* : kemampuan aktivitas perdagangan saham mempengaruhi harga saham sebagai *proxy* likuiditas
- *TRANS* : nilai dari transparansi
- *LNMVE* : ukuran perusahaan yang dihitung melalui logaritma natural dari *market capitalization*
- *LNPRC* : nilai dari logaritma natural harga saham perusahaan pada akhir tahun
- *BM* : perbandingan antara nilai buku dan nilai pasar dari ekuitas perusahaan
- *LOSS* : *dummy variable*, dimana nilai 1 diberikan apabila perusahaan mengalami kerugian pada akhir tahun, dan 0 jika tidak
- *STD_RET* : standar deviasi tahunan dari tingkat pengembalian saham harian
- *CLHLD* : proporsi saham perusahaan yang tidak diperdagangkan secara bebas

4.4.2 Hasil Regresi

4.4.2.1 Uji Asumsi Klasik

Untuk uji heterokedastisitas model likuiditas 1 dan 2 dilakukan uji White. Melalui pengujian, disimpulkan bahwa dengan alpha 5% dan probabilitas yang lebih kecil dari alpha diatas 0.05 maka terdapat heterokedastisitas pada pada model likuiditas 1 dan 2. Solusi terhadap keberadaan Heterokedastisitas dalam model ini adalah melakukan pemilihan *Heterokedasticity Coefficient Covariance White* dalam melakukan regresi *least square*.

Untuk uji multikolinearitas, dilakukan penghitungan korelasi antar variabel dependen. Dengan *rule of thumbs* sebesar 0.8 maka dapat disimpulkan semua variabel independen dalam model likuiditas dapat dikatakan tidak ada *multicollinearity*, dikarenakan korelasinya lebih kecil dari 0.8

4.4.2.2 Analisis Hasil Regresi Transparansi dan *bid-ask spread*

Tabel 4.8

Tabel Hasil Regresi Transparansi dan *Bid-Ask Spread*

Variabel	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>
TRANS	-	-0.172461	0.0715*
LNPRICE	-	-0.110411	0.0112**
STDRET	+	0.961770	0.0097**
BM	+	0.037539	0.0000***
LN MVE	-	-0.005028	0.2320
LOSS	+	-0.159562	0.0490**
CLHLD	+	0.295183	0.0451**
C		-1.707482	0.0000***
R-squared	0.366256	Adjusted R-squared	0.337449
Prob(F-statistic)	0.000000	*signifikan pada alpha 10%	
F-statistic	12.71433	**signifikan pada alpha 5%	
		***signifikan pada alpha 1%	
Dependen Variabel: tingkat <i>bid-ask spread</i>			
<i>Variabel Independen:</i>			
TRANS: tingkat transparansi perusahaan			
LOGPRICE: logaritma natural harga saham akhir tahun			
STDRET: volatilitas <i>return</i> perusahaan			

BM: rasio nilai buku berbanding nilai pasar

LNME: logaritma natural nilai pasar ekuitas

LOSS: 1 nilai 1 untuk kerugian pada tahun t , 0 jika tidak

CLHLD: proporsi saham yang tidak diperjualbelikan bebas

Melalui tabel pengujian diatas, didapatkan hasil bahwa manajemen laba (DISMTH) memiliki hubungan signifikan secara positif terhadap *bid-ask spread* dengan probabilitas 0.0352 dan besar koefisien 0.195408. Penggunaan KAP BIG4 akan memiliki hubungan negatif pada tingkat *bid-ask spread*, namun dengan probabilitas 0.3070, maka hubungannya tidak signifikan. Hanya salah satu variabel yang memiliki hubungan signifikan terhadap tingkat *bid-ask spreads*, yaitu tingkat manajemen laba (DIS_SMTHC). Ketika kedua indikator tersebut digabungkan menjadi variabel TRANS, hasil yang didapatkan adalah TRANS memiliki koefisien negatif sebesar -0.0715, dan variabel ini juga memiliki hubungan signifikan dengan variabel dependen yaitu tingkat *bid-ask spread* (lebih kecil dari 10% alpha). Hasil ini sejalan dengan penelitian Fan dan Wong (2002) serta Leuz, Lins, dan Warnock (2003) yang membuktikan bahwa transparansi memiliki pengaruh yang penting bagi tingkat likuiditas. Variabel ini merupakan variabel independen utama pada model ini, yang berarti dengan tingkat manajemen laba yang rendah dan penggunaan KAP BIG4 dalam melakukan jasa audit, maka akan mengurangi kesenjangan informasi dan *adverse selection* (Bacidore & Sofianos, 2002), Brockman & Chung (2003). Lang et. Al (2003) melalui penelitiannya juga berhasil membuktikan bahwa kenaikan kualitas informasi perusahaan dapat mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan, Transparansi dapat mengurangi kesenjangan informasi juga antara *informed trader* dengan *uninformed trader*. Dengan berkurangnya biaya transaksi, investor akan melakukan lebih banyak transaksi dan berdampak pada naiknya tingkat likuiditas perusahaan (Chung et. Al, 2009). Penelitian secara makro juga menunjang hasil ini, (Verrecchia (2001), dan Zhang (2001) menemukan bahwa

kesenjangan informasi berpengaruh negatif terhadap efisiensi pasar. Maka, diharapkan tingkat transparansi yang baik akan meningkatkan efisiensi pasar.

Pada variabel LOGPRICE, nilai koefisien yang didapatkan -0.110411 dan memiliki probabilitas sebesar 0.0112. Berdasarkan uji t, maka variabel ini memiliki hubungan secara signifikan terhadap *bid-ask spread* dengan hubungan negatif. Hal ini sesuai dengan ekspektasi, dimana perusahaan dengan harga saham yang tinggi cenderung memiliki likuiditas tinggi. Harga saham dipengaruhi oleh performa perusahaan, berarti perusahaan dengan harga saham yang tinggi adalah perusahaan dengan kinerja yang bagus. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chung, et. Al (2007), dan Butler dan Wan (2005) dimana mereka menemukan perusahaan dengan harga saham yang tinggi relatif memiliki tingkat likuiditas yang semakin tinggi.

Sementara itu, variabel STDRET memiliki koefisien senilai 0,96177 dan berhubungan secara positif secara signifikan dengan probabilitas 0.0097. Hasil ini sesuai dengan penelitian Copeland dan Galai (1983) serta Easley dan O'Hara (1987, 1991, 1997) dalam Frensidy (2008) yang melihat volatilitas sebagai komponen utama dari *spread*. Semakin besar volatilitas, maka semakin besar kesempatan *informed trader* untuk mendapat keuntungan dari *liquidity trader*. Karenanya, *liquidity trader* mengharapkan *return* tinggi untuk saham seperti itu dengan cara menetapkan *spread* yang lebih besar. Nilai *spread* yang besar akan meningkatkan biaya transaksi dan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan karena berkurangnya jumlah transaksi yang dilakukan oleh *uninformed trader*. *Uninformed trader* akan menjadi *risk averse* dan jarang melakukan transaksi. Hasilnya, likuiditas perusahaan akan mengalami penurunan (Akbas *et. al*, 2010)

BM memiliki hubungan secara positif dengan *bid-ask spread* dengan probabilitas 0.0000 yang berarti signifikan (lebih kecil dari alpha 10%). Dengan koefisien 0.037539. Tidak ditemukan literature yang membahas hubungan BM terhadap *bid-ask spread*, namun nilai BM yang tinggi akan menyebabkan investor memandang perusahaan tidak *profitable* secara ekuitas, sehingga saham perusahaan akan kekurangan minat. Hal ini menyebabkan *trading days* menjadi

minim dan menurunkan likuiditas. Interpretasi secara umum didasarkan pada penelitian Khairurizka, et. Al (2009) serta Manao dan Nur (2001). Mereka menemukan bahwa semakin kecil nilai BM akan meningkatkan rata-rata *return* perusahaan dan meningkatkan likuiditas.

Pada LMVE ditemukan adanya hubungan negatif dengan koefisien - 0.005028 dan tingkat probabilitas 0.2320. Tingkat probabilitas yang melebihi alpha 10% persen tersebut menyebabkan LMVE tidak memiliki hubungan signifikan dengan *bid-ask spread*. Hubungan ini sesuai dengan prediksi. LNMVE merepresentasikan ukuran perusahaan dilihat dari sudut pandang ekuitas, Chung, et. Al (2007) menemukan bahwa perusahaan yang semakin besar akan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Perusahaan besar cenderung memiliki selisih nilai *bid* dan *ask* yang Penelitian oleh Lang & Maffett (2009) juga menemukan hasil yang sejalan dengan penelitian ini, dimana perusahaan yang besar cenderung menjalankan pengawasan yang baik terhadap kualitas informasinya sehingga kinerjanya cenderung stabil. Tentu investor menyukai jenis saham seperti ini, yang tidak memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi.

Untuk variabel LOSS, hasil yang didapatkan berbeda dengan dugaan yang ada, dimana jika perusahaan mengalami kerugian, maka tingkat *bid-ask spread* mengalami penurunan, bukan kenaikan sebagaimana seharusnya. Variabel ini memiliki koefisien sebesar -0.159562 dengan probabilitas 0.049 sehingga memiliki hubungan signifikan pada tingkat *bid-ask spread*. Penulis tidak menemukan literatur yang menemukan hasil yang sama, namun menurut penulis, saat perusahaan mengalami kerugian, investor yang menguasai saham tersebut cenderung menjual sahamnya dengan harga diskon untuk mendapatkan kas. Dengan adanya diskon, investor lain akan tertarik untuk berinvestasi pada saham tersebut, sehingga walaupun perusahaan mengalami kerugian, likuiditasnya bisa tidak menurun, atau mungkin dapat bertambah seperti yang ditemukan oleh peneliti. Perusahaan juga mungkin melakukan publikasi terhadap informasi yang sebelumnya bersifat privat untuk menarik perhatian investor. Lang et. Al (2003) melajukan penelitian yang membuktikan bahwa kualitas informasi dapat

meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa opsi ini yang menurut penulis melatarbelakangi naiknya likuiditas saat mengalami kerugian.

CLHLD merupakan variabel kontrol terakhir pada model ini, variabel tersebut memiliki koefisien positif sebesar 0.295183 dan probabilitas 0.0451. Dapat disimpulkan, bahwa CLHLD berhubungan secara positif signifikan terhadap *bid-ask spread*. Hasil ini sesuai dengan prediksi, dimana kepemilikan saham yang terkonsentrasi akan meningkatkan kesenjangan informasi terhadap pemilik minoritas (Lang & Maffett, 2009). Investor cenderung menghindari saham dengan kepemilikan yang terkonsentrasi karena sulitnya untuk mendapatkan informasi secara detil mengenai perusahaan. Mereka juga harus menanggung biaya transaksi tinggi karena kemungkinan besar mereka akan bertransaksi dengan *informed trader*. Kepemilikan yang terkonsentrasi juga menyebabkan sedikitnya saham yang diperdagangkan secara bebas di pasar, dimana hal ini menyebabkan penurunan nilai likuiditas (Dahlquist et. Al (2003).

Apabila dilihat dari uji *goodness of fit*, maka R-squared model yang digunakan memiliki nilai sebesar 0.366256. Artinya, model ini dengan variabel-variabel independennya dapat menjelaskan perubahan dependen variabel sebesar 36.62%. Sisa sebesar 63.38% kemungkinan dijelaskan oleh variabel independen lainnya yang tidak dimasukkan kedalam model.

Uji F juga menunjukkan bahwa secara bersama-sama model ini memiliki hubungan yang signifikan dengan variabel dependen. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas F-statistik sebesar 0.0000 yang lebih kecil dari alpha yakni 5%, artinya tolak H_0 .

4.4.2.3 Analisis Hasil Regresi Transparansi dan *price impact measure*

Tabel 4.9

Tabel Hasil Regresi Transparansi dan *Price-Impact*

Variabel	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>
TRANS	-	-2.867584	0.0004***
LNPRICE	-	-2.615926	0.0000***
STDRET	+	11.27059	0.0000***
BM	-	-0.037413	0.4245
LNMVE	-	0.069086	0.1695
LOSS	+	-0.060240	0.4706
CLHLD	+	-0.300546	0.4342
C		-11.05351	0.0000
R-squared	0.528318	Adjusted R-squared	0.506878
Prob(F-statistic)	0.000000	*signifikan pada alpha 10%	
F-statistic	24.64158	**signifikan pada alpha 5%	
		*signifikan pada alpha 1%	
<p>Dependen Variabel: tingkat <i>price impact</i></p> <p><i>Variabel Independen:</i></p> <p>TRANS: tingkat transparansi perusahaan</p> <p>LOGPRICE: logaritma natural harga saham akhir tahun</p> <p>STDRET: volatilitas <i>return</i> perusahaan</p> <p>BM: rasio nilai buku berbanding nilai pasar</p> <p>LNMVE: logaritma natural dari kapitalisasi pasar</p> <p>LOSS: 1 nilai 1 untuk kerugian pada tahun t, 0 jika tidak</p> <p>CLHLD: proporsi saham yang tidak diperjualbelikan bebas</p>			

Melalui hasil pengujian di atas, ditemukan bahwa setiap indikator transparansi memiliki hubungan secara signifikan sesuai dugaan terhadap *price impact*. Tingkat manajemen laba memiliki hubungan positif dengan koefisien senilai 1,349996 dan probabilitas 0.06525. Maka dapat disimpulkan bahwa manajemen laba berhubungan secara signifikan negatif terhadap *price impact*. Hal ini sejalan dengan penelitian Lang, Lins dan Maffett (2009) serta Zhang (2010). Tingkat manajemen laba yang tinggi menandakan *agency problem* yang tinggi pula antara investor dan manajemen, maka ketika *informed trader* melakukan transaksi dalam jumlah besar, maka *uninformed trader* juga akan ikut melakukan transaksi. Hal ini akan menyebabkan semakin besarnya hubungan volume perdagangan terhadap perubahan harga saham (Kyle, 1985)(Brennan dan Subrahmanyam, 1996)(Amihud, 2002). Indikator kedua, yaitu penggunaan jasa KAP BIG4 memiliki hubungan negatif terhadap tingkat *price impact*, yaitu dengan koefisien sebesar -1.584471 dan probabilitas sebesar 0.0013. Penggunaan KAP BIG4 akan meningkatkan kualitas informasi dan menurunkan manajemen laba (Fan dan Wong, 2005). Kualitas informasi yang baik akan menurunkan kesenjangan informasi, sehingga tingkat volume perdagangan tidak akan terlalu mempengaruhi tingkat harga. Variabel TRANS, yang merupakan gabungan dari kedua variabel transparansi memiliki hubungan secara signifikan secara positif secara signifikan (probabilitas 0.0004) dengan koefisien -2.867584. Perusahaan yang menggunakan jasa KAP BIG4 serta memiliki tingkat manajemen laba rendah akan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, karena besaran volume perdagangan saham tidak akan terlalu mempengaruhi harga saham.

Variabel LOGPRICE memiliki koefisien sebesar -2.615926. Berarti setiap kenaikan satu satuan pada variabel ini akan menyebabkan penurunan dari *price impact* sebesar -2.615926. Probabilitasnya sebesar 0.0000 yang lebih kecil dari alpha 10% membuat variabel ini berhubungan secara signifikan pada variabel dependen. Penelitian Stoll (1978) menemukan adanya hubungan negatif tingkat harga saham dengan *spread* dari saham, yang berarti sejalan dengan penelitian ini. Perusahaan dengan tingkat harga saham yang tinggi cenderung merupakan perusahaan besar dengan dominasi pasar yang tinggi. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chung, et. Al (2007), dan Butler et. Al (2005) menemukan hasil

yang sama, dimana mereka menemukan perusahaan dengan harga saham yang tinggi relatif memiliki tingkat likuiditas yang semakin tinggi.

Sementara itu, variabel STDRET memiliki koefisien senilai 11.27059 dan berhubungan secara positif secara signifikan dengan probabilitas 0.0000. Lang (2009) menyatakan bahwa belum ada dugaan tepat yang bisa menjelaskan bagaimana volatilitas *return* akan mempengaruhi tingkat likuiditas. Volatilitas *return* disebabkan oleh fluktuasi harga yang disebabkan oleh ketidaksabaran dari investor terkait likuiditas serta informasi mengenai nilai perusahaan (Harris et. Al, 1994). Volatilitas yang tinggi menyebabkan ketidakpastian yang tinggi juga, maka menyebabkan ketika terdapat informasi baru, respon investor begitu kuat untuk bertransaksi. Volume saham yang ditransaksikan ini akan memberikan pengaruh yang kuat pada harga sehingga menurunkan likuiditas.

BM memiliki hubungan secara negatif dengan *price impact* dengan probabilitas 0.4245 yang berarti tidak berhubungan secara signifikan (lebih besar dari alpha 10%). Manoa dan Nur (2001) serta Martani et. Al (2007) menemukan bahwa semakin besar PBV ($1/BM$) memiliki hubungan positif terhadap *return* saham. Maka, perusahaan dengan nilai BM tinggi akan dianggap tidak *profitable* oleh investor, maka mereka akan menghindari bertransaksi pada jenis saham seperti ini. Maka, perusahaan dengan nilai BM tinggi cenderung memiliki likuiditas yang rendah. Variabel ini tidak signifikan karena mungkin di Indonesia, investor tidak menganggap nilai BM penting. Mereka lebih memperhatikan bagaimana posisi perusahaan di pasar, apakah likuid atau tidak.

Pada LNMVE ditemukan adanya hubungan positif dengan koefisien 0.069086 dan tingkat probabilitas 0.1695. Tingkat probabilitas yang melebihi alpha 10% persen tersebut menyebabkan LNMVE tidak memiliki hubungan signifikan dengan *price impact*. Hubungan ini tidak sesuai dengan prediksi. Perusahaan dengan ukuran yang besar terkadang memiliki harga saham yang terlalu tinggi. Tingginya harga saham ini akan menyebabkan investor kurang berminat terhadap saham ini sehingga pada saham jenis ini jarang dilakukan perdagangan saham. Pemilik saham pada perusahaan besar cenderung terkonsentrasi dan jarang melakukan aktivitas perdagangan karena mereka

merupakan *long-term investor*. Dengan jaranganya perdagangan, maka akan menyebabkan rendahnya tingkat likuiditas perusahaan.

Untuk variabel LOSS, hasil yang didapatkan berbeda dengan dugaan yang ada, dimana jika perusahaan mengalami kerugian, maka tingkat *price impact* mengalami penurunan, bukan kenaikan sebagaimana seharusnya. Variabel ini memiliki koefisien sebesar -0.062040 dengan probabilitas 0.4706 sehingga berhubungan secara tidak signifikan pada tingkat *bid-ask spread*. Namun, menurut penulis, saat perusahaan mengalami kerugian, investor yang menguasai saham perusahaan tersebut tentu ingin menjual sahamnya, namun kesulitan mencari pembeli. Maka, saham tersebut dijual dengan harga diskon sehingga investor lain tertarik untuk berinvestasi pada saham tersebut. Dengan adanya diskon, investor akan melakukan transaksi sehingga walaupun perusahaan mengalami kerugian, likuiditasnya bisa tidak menurun, atau mungkin dapat bertambah seperti yang ditemukan oleh peneliti.

CLHLD merupakan variabel kontrol terakhir pada model ini, variabel tersebut memiliki koefisien negatif sebesar -0.053194 dan probabilitas 0.0481. Dapat disimpulkan, bahwa CLHLD berhubungan secara tidak signifikan terhadap *price impact*. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi, dimana seharusnya hubungan yang ditimbulkan konsentrasi kepemilikan adalah positif. Hal ini dapat diakibatkan karena mayoritas perusahaan di Indonesia memiliki kepemilikan yang terpusat, sehingga jumlah saham yang diperjualbelikan secara bebas tidak berjumlah banyak. Tidak banyaknya jumlah saham tersebut menyebabkan volume perdagangan saham tidak akan mempengaruhi harga secara kuat.

Apabila dilihat dari uji *goodness of fit*, maka R-squared model yang digunakan memiliki nilai sebesar 0.566482. Artinya, model ini dengan variabel-variabel independennya dapat menjelaskan perubahan dependen variabel sebesar 56.64%. Sisa sebesar 43.36% kemungkinan dijelaskan oleh variabel independen lainnya yang tidak dimasukkan kedalam model.

Uji F juga menunjukkan bahwa secara bersama-sama model ini memiliki hubungan secara signifikan dengan variabel dependen. Hal ini dapat dilihat dari

probabilitas F-statistik sebesar 0.0000 yang lebih kecil dari alpha yakni 5%, artinya tolak H0.

4.5 Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

Pada bagian ini, akan dilakukan pengujian untuk mengetahui hubungan transparansi dan tingkat volatilitas likuiditas saham. *proxy* likuiditas yang akan digunakan adalah *price impact measure*. Penggunaan tersebut didasarkan pada perbandingan R-squared pada hipotesis pertama, dimana *price impact* adalah *proxy* likuiditas yang paling dapat dijelaskan menggunakan model variabel independen pada hipotesis pertama. Alasan lain adalah berdasarkan pengujian untuk mengetahui hubungan setiap indikator transparansi terhadap kedua *proxy*, hasil yang didapat menunjukkan bahwa tingkat manajemen laba serta penggunaan KAP BIG4 dapat memiliki hubungan signifikan secara konsisten dengan menggunakan *price impact* sebagai *proxy* likuiditas. Selain itu, dengan menggunakan *proxy price impact*, determinan utama dari volatilitas, yaitu perubahan harga saham juga diperhitungkan. Metode *bid-ask* spread tidak memperhitungkan perubahan harga saham sehingga peneliti memutuskan untuk menggunakan *proxy price impact* sebagai indikator volatilitas likuiditas.

Tabel 4.10

Tabel Perbandingan R-Squared Setiap *Proxy* Likuiditas

Proxy likuiditas	R-squared
Bid-ask spreads	0.3662
Price impact measure	0.5238

4.5.1 Uji Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

Model yang akan digunakan pada hipotesis ini adalah model yang disarankan oleh Lang (2011), yaitu:

$$LIQVOL_t = \alpha_1 + \beta_1 DIS_SMTH_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 STD_RET_t + \beta_5 ILLIQ_t + \beta_6 CLHLD_t + \beta_7 LOSS_FREQ + \beta_8 STD_SALES_t + \epsilon$$

$$LIQVOL_t = \alpha_1 + \beta_1 BIG4_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 STD_RET_t + \beta_5 ILLIQ_t + \beta_6 CLHLD_t + \beta_7 LOSS_FREQ + \beta_8 STD_SALES_t + \epsilon$$

$$LIQVOL_t = \alpha_1 + \beta_1 TRANS_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 STD_RET_t + \beta_5 ILLIQ_t + \beta_6 CLHLD_t + \beta_7 LOSS_FREQ + \beta_8 STD_SALES_t + \epsilon$$

Dimana:

- *LIQVOL* : tingkat volatilitas likuiditas yang dihitung dengan standar deviasi tahunan dari nilai *price impact* harian.
- *DIS_SMTHC* : estimasi tingkat manajemen laba
- *BIG4* : *dummy variable*, dimana nilai 1 akan diberikan apabila perusahaan sampel menggunakan auditor dari kantor afiliasi BIG4
- *TRANS* : Tingkat transparansi perusahaan
- *SIZE* : ukuran perusahaan yang dihitung melalui logaritma natural dari *market capitalization*.
- *BM* : perbandingan antara nilai buku dan nilai pasar dari ekuitas perusahaan
- *STD_RET* : standar deviasi tahunan dari tingkat pengembalian saham harian
- *ILLIQ* : rata-rata likuiditas tahunan
- *CLHLD* : proporsi saham perusahaan yang tidak diperdagangkan

secara bebas

- *STD_SALES* :standar deviasi dari total penjualan dari tiga tahun terakhir
- *LOSSFREQ* :frekuensi perusahaan mengalami kerugian dalam tiga tahun terakhir

4.5.2 Hasil Regresi Model Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

4.5.2.1 Uji Asumsi Klasik

Untuk uji heterokedastisitas model transparansi 2 dilakukan uji White. Melalui pengujian, disimpulkan bahwa dengan alpha 5% dan probabilitas yang lebih kecil dari alpha diatas 0.05 maka terdapat heterokedastisitas pada pada model 2. Solusi terhadap keberadaan Heterokedastisitas dalam model ini adalah melakukan pemilihan *Heterokedasticity Coefficient Covariance White* dalam melakukan regresi *least square*.

Untuk uji multikolinearitas, dilakukan penghitungan korelasi antar variabel dependen. Dengan *rule of thumbs* sebesar 0.8 maka dapat disimpulkan semua variabel independen dalam model volatilitas likuiditas dapat dikatakan tidak ada multikolinearitas.

4.5.2.2 Analisis Hasil Regresi Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

Berikut adalah hasil regresi *least square* dengan menggunakan *cross-sectional approach*:

Tabel 4.11

Tabel Hasil Regresi Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

Variabel	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>
TRANS	-	-2.450013	0.0019***
BM	-	0.490713	0.0000***
CLHLD	+	1.211858	0.2082
SIZE	-	-0.005159	0.4593

STD_SALES	-	-0.752877	0.0000***
STD_RET	+	8.493311	0.0000***
LOSS_FREQ	+	-1.112913	0.0797*
ILLIQ	+	98101.12	0.0000***
C		9.168122	0.0583*
R-squared	0.566482	Adjusted R-squared	0.543815
Prob(F-statistic)	0.000000	*signifikan pada alpha 10%	
F-statistic	24.99083	**signifikan pada alpha 5%	
		*signifikan pada alpha 1%	
Variabel Dependen			
Trans: Tingkat transparansi			
Variabel Independen			
BM: nilai buku berbanding nilai pasar dari ekuitas			
CLHLD: proporsi saham yang tidak diperdagangkan secara bebas			
SIZE: Nilai Kapitalisasi pasar perusahaan			
STD_SALES: volatilitas penjualan 3 tahun terakhir			
STD_RET: volatilitas <i>return</i>			
LOSS_FREQ: frekuensi kerugian perusahaan 3 tahun terakhir			
ILLIQ: tingkat likuiditas perusahaan			

Melalui pengujian yang dilakukan terhadap masing-masing indikator transparansi ditemukan bahwa manajemen laba sesuai dugaan memiliki hubungan positif dengan volatilitas likuiditas. Namun, dengan probabilitas sebesar 0.1335 (dibawah alpha 10%) maka disimpulkan bahwa variabel ini tidak berhubungan secara signifikan terhadap volatilitas likuiditas secara independen. Pada pengujian

indikator kedua, yaitu penggunaan jasa KAP BIG4, koefisien yang didapatkan bernilai -1.446191 dengan probabilitas 0.0024 (alpha dibawah 5%), maka dapat disimpulkan, secara independen, akan memiliki hubungan signifikan dengan tingkat volatilitas likuiditas. Saat kedua indikator tersebut disatukan menjadi variabel independen TRANS, ditemukan probabilitas sebesar 0.0039. Dengan probabilitas tersebut (alpha dibawah 5%), disimpulkan bahwa TRANS akan memiliki hubungan dengan tingkat volatilitas likuiditas secara signifikan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lang dan Maffett (2011), dimana syok akibat informasi mengenai nilai perusahaan yang terus menerus berubahakan menyebabkan volatilitas meningkat. Beberapa penelitian lain juga mendukung penemuan ini, yaitu Bushee dan Noe (2000) Baumann dan Nier (2004), serta Lang dan Maffett (2011) mengenai bagaimana transparansi dapat mengurangi volatilitas dari saham. Pada perusahaan dengan tingkat tansparansi yang baik, yaitu perusahaan dengan tingkat manajemen laba rendah dan menggunakan jasa KAP BIG4, investor tidak akan “kaget” terhadap informasi baru karena mereka telah bisa memprediksi sebelumnya dan mempersiapkan diri. Aktivitas perdagangan saham akan tidak begitu terpengaruh terhadap informasi baru sehingga volatilitas likuiditas akan rendah.

Untuk variabel BM, peneliti menemukan adanya hubungan positif dengan koefisien sebesar 0.49071. Probabilitas dari variabel ini adalah 0.0000 (dibawah alpha 1%) yang berarti variabel ini memiliki hubungan dengan volatilitas likuiditas secara signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan dugaan awal, yaitu koefisien negatif antara mereka. Penemuan ini sejalan dengan Lakonishok et. Al (1994) yang menemukan bahwa dalam jangka panjang, *return* dari perusahaan dengan nilai BM tinggi akan lebih besar dari perusahaan dengan nilai BM kecil. Hal ini disebabkan perusahaan tersebut akan menetapkan harga diskon pada harga sahamnya untuk meningkatkan likuiditas. Berk (1995) menunjukkan bahwa nilai BM dapat menjadi indikator dari risiko. Saham dengan nilai BM tinggi akan memberika nilai *expected return* yang lebih tinggi dan menyebabkan kenaikan risiko, karena *return* yang tinggi berasal dari perubahan harga yang fluktuatif, dimana nilai semakin tinggi nilai BM, akan meningkatkan volatilitas dari likuiditas. Hal ini juga didukung oleh penelitian Fama dan French (1993) yang

mengatakan bahwa perusahaan dengan nilai BM tinggi, harga sahamnya akan mudah bergerak turun dan naik dan akan meningkatkan risiko terhadap likuiditas perusahaan.

Variabel CLHLD memiliki probabilitas 0.2082 dengan koefisien 1.211858. Diketahui pada variabel ini memiliki probabilitas yang lebih besar dari alpha 10%, maka dapat disimpulkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang tidak diperjualbelikan secara tidak berpengaruh signifikan pada tingkat volatilitas likuiditas. Pemilik dari *closely-held shares* cenderung jarang melakukan transaksi karena mereka cenderung merupakan *long-term investor* dan cenderung memiliki akses untuk mendapatkan informasi terkait nilai perusahaan. Di sisi lain, dengan sedikitnya jumlah saham yang diperdagangkan secara bebas akan menurunkan likuiditas karena transaksi yang dilakukan oleh *short-term investor* tidak akan banyak mempengaruhi kondisi perusahaan. Keberadaan informasi mengenai nilai perusahaan akan mendapatkan respon cepat dari investor, karena mendadak akan terjadi perubahan signifikan pada *trading volume*. Pada perusahaan yang volume perdagangan sahamnya mampu mempengaruhi harga dengan kuat merupakan perusahaan yang kurang likuid. Dengan kuatnya reaksi terhadap informasi baru, maka akan sering terjadi perubahan harga saham dan menyebabkan tingginya volatilitas likuiditas. Karena mayoritas perusahaan di Indonesia memiliki kepemilikan yang terkonsentrasi dan tidak tersebar secara acak seperti pada perusahaan di benua Amerika maka kondisi tersebut tidak dapat menjelaskan tingkat volatilitas likuiditas.

Ukuran perusahaan (SIZE) sesuai dengan dugaan memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat volatilitas dengan koefisien sebesar -0.005159. Dengan probabilitas sebesar 0.4593 maka dapat dikatakan bahwa SIZE atau ukuran perusahaan tidak berhubungan secara signifikan pada variabel dependen. Pada perusahaan yang besar, investor akan memiliki keyakinan mengenai *going concern* perusahaan, sehingga informasi baru yang beredar mengenai nilai dan kondisi perusahaan tidak akan terlalu mempengaruhi aktivitas perdagangan investor. Pada perusahaan kecil, setiap ada informasi baru akan direspon kuat oleh investor sehingga volatilitas tinggi. Maka dapat dikatakan semakin besar

perusahaan maka tingkat volatilitasnya akan semakin rendah. Variabel ini tidak signifikan likuiditas karena saham perusahaan besar cenderung terlalu mahal dan kurang diminati investor, selain itu mayoritas perusahaan besar sahamnya cenderung terkonsentrasi, sehingga volatilitasnya rendah.

Pada variabel *STD_SALES*, berhubungan secara signifikan dan memiliki koefisien negatif dengan volatilitas likuiditas, dalam penelitian ini sebesar -0.752877. Sebenarnya penggunaan variabilitas penjualan dapat memberikan hasil yang bias. Variabilitas akan bernilai tinggi jika nilai penjualan setiap tahun memiliki perbedaan yang besar. Contoh bias yang dapat ditimbulkan:

	sales	sales	Sales
2008	5	8	9
2009	8	5	8
2010	9	9	5
Std.deviasi	2.081665999	2.081665999	2.081665999

Tabel diatas menunjukkan bagaimana fluktuasi penjualan yang mungkin terjadi dalam tiga tahun. Ketiga kemungkinan tersebut akan memiliki nilai standar deviasi yang sama. Namun, pada dasarnya variabilitas penjualan akan merepresentasikan risiko bisnis perusahaan (Lang & Maffet, 2011). Semakin tinggi variabilitas penjualan, maka risiko bisnis perusahaan akan semakin tinggi. Investor cenderung akan menghindari saham dengan risiko bisnis yang tinggi, dapat sewaktu-waktu mengalami kolaps dan akan merugikan bagi investor. Hal ini menyebabkan likuiditas perusahaan rendah dan tidak fluktuatif. Dalam penelitian ini, ditemukan mayoritas perusahaan sampel mengalami kenaikan nilai penjualan setiap tahunnya dan memiliki pertumbuhan positif. Hal ini akan menyebabkan investor tertarik pada saham ini dan melakukan investasi sehingga perusahaan cenderung memiliki likuiditas tinggi dan menurunkan volatilitas likuiditas.

Sementara itu, ditemukan hubungan secara positif dan signifikan mengenai bagaimana variabilitas dari *return* berhubungan dengan volatilitas likuiditas. Koefisien pada variabel *STD_RET* sebesar 8.493311. Hasil ini sesuai

dengan penelitian Pastor & Stambaugh (2002) yang menyatakan perusahaan dengan likuiditas rendah akan memberikan nilai *return* yang tinggi. Pada prinsipnya, variabilitas ini menggambarkan risiko yang harus ditanggung oleh investor. Variabilitas pada *return* disebabkan oleh perubahan harga. Apabila perubahan harga sering terjadi, maka dapat diartikan bahwa investor selalu memberikan respon secara kuat terhadap informasi mengenai nilai perusahaan. Respon tersebut dapat dilihat dari fluktuasi perdagangan saham, dimana volume saham yang diperdagangkan juga akan berfluktuasi tinggi dan mempengaruhi tingkat harga saham secara kuat. Fluktuasi yang tinggi tersebut akan meningkatkan volatilitas dari likuiditas perusahaan.

Untuk variabel *LOSS_FREQ*, didapatkan dengan probabilitas 0.0797. Probabilitas tersebut bernilai dibawah alpha 10%, maka dapat dikatakan variabel tersebut memiliki hubungan secara signifikan dengan volatilitas likuiditas. Di sini, dapat dilihat bahwa ketika perusahaan sering mengalami kerugian, berarti perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang tinggi dan menyebabkan volatilitas likuiditasnya cenderung rendah. Volatilitas rendah menandakan bahwa tingkat likuiditas stabil, namun stabil rendah. Meskipun investor yang memiliki saham perusahaan tersebut berusaha mentransaksikan sahamnya dengan harga, investor lain tetap merasa bahwa keuntungan yang ditawarkan belum bisa meng-*offset* risiko yang ditanggung sehingga mereka tidak tertarik pada saham tersebut. Hal ini akan menyebabkan likuiditas perusahaan tidak akan banyak mengalami perubahan.

Variabel kontrol terakhir yang digunakan adalah *ILLIQ*, yaitu tingkat likuiditas dari perusahaan. *Proxy* dari tingkat likuiditas adalah *price impact*, yaitu kemampuan volume mempengaruhi harga saham. Tingkat likuiditas akan semakin tinggi apabila volume perdagangan saham tidak memiliki pengaruh yang kuat terhadap harga saham. Berarti, semakin tinggi *ILLIQ*, likuiditas semakin rendah. Pada penelitian ini, *ILLIQ* memiliki probabilitas 0.0000, lebih kecil dari alpha 1%, maka dapat disimpulkan tingkat likuiditas perusahaan memiliki hubungan negatif terhadap volatilitasnya. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung memiliki posisi yang stabil sehingga tidak terlalu fluktuatif.

Perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung kuat posisinya karena adanya kepercayaan investor pada perusahaan sehingga posisi likuiditasnya stabil. Hasil ini sejalan dengan penelitian oleh Morris dan Shin (2004), yang menemukan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung tidak atau jarang memiliki fluktuasi secara ekstrim serta memiliki kemungkinan kecil untuk “mengering” secara mendadak. Brunneimeier dan Pedersen (2009) juga menemukan bahwa saham dengan likuiditas tinggi tidak akan terpengaruh oleh likuiditas pasar secara keseluruhan sehingga volatilitasnya rendah.



4.6 Ikhtisar Hasil Penelitian

4.6.1 Transparansi dan Tingkat Likuiditas

Tabel 4.12

Tabel Rangkuman Hubungan Transparansi – *bid-ask spread*

Variabel yang Diteliti	Hasil Penelitian	
	Hubungan	Penjelasan
TRANS	-	Semakin tinggi tingkat transparansi informasi perusahaan, maka <i>bid-ask spread</i> sahamnya juga akan semakin rendah.
LNPRICE	-	Perusahaan dengan harga saham yang semakin tinggi akan memiliki <i>bid-ask spread</i> yang semakin rendah.
STDRET	+	Variabilitas <i>return</i> yang semakin tinggi akan meningkatkan <i>bid-ask spread</i> .
BM	+	Perusahaan dengan nilai <i>book-to-market</i> yang semakin tinggi akan memiliki <i>bid-ask spread</i> yang semakin tinggi.
LNMVE	Tidak saling berhubungan	Ukuran perusahaan tidak berhubungan pada <i>bid-ask spread</i> perusahaan.
LOSS	-	Perusahaan yang mengalami kerugian cenderung memiliki <i>bid-ask spread</i> lebih rendah.
CLHLD	+	Semakin banyak saham yang tidak diperjualbelikan secara bebas di pasar, maka <i>bid-ask spread</i> perusahaan menjadi semakin tinggi.

Tabel 4.13

Tabel Rangkuman Hubungan Transparansi – *Price Impact*

Variabel yang Diteliti	Hasil Penelitian	
	Hubungan	Penjelasan
TRANS	-	Semakin tinggi tingkat transparansi informasi perusahaan, maka hubungan perdagangan saham pada harga akan semakin rendah
LNPRICE	-	Semakin mahal harga saham suatu perusahaan, maka kemampuan perdagangan saham mempengaruhi harga akan semakin rendah
STDRET	+	Variabilitas <i>return</i> yang semakin tinggi akan membuat harga saham semakin berhubungan positif dengan aktivitas perdagangan.
BM	Tidak saling berhubungan	Rasio <i>book-to-market</i> tidak berhubungan dengan bagaimana perdagangan saham mempengaruhi harga.
LNMVE	Tidak saling berhubungan	Kemampuan aktivitas perdagangan mempengaruhi harga saham tidak berhubungan dengan ukuran perusahaan.
LOSS	Tidak saling berhubungan	Kemampuan perdagangan saham mempengaruhi harga tidak berhubungan dengan apakah perusahaan tersebut mengalami kerugian.
CLHLD	Tidak saling berhubungan	Saham yang tidak diperjualbelikan bebas tidak berhubungan dengan kemampuan aktivitas perdagangan saham untuk

		memengaruhi harga
--	--	-------------------

4.6.2 Transparansi dan Volatilitas Likuiditas

Tabel 4.14

Tabel Rangkuman Hubungan Transparansi – Volatilitas Likuiditas

Variabel yang Diteliti	Hasil Penelitian	
	Hubungan	Penjelasan
TRANS	-	Semakin tinggi tingkat transparansi informasi perusahaan, maka volatilitas dari likuiditas sahamnya cenderung rendah.
BM	-	Perusahaan dengan nilai <i>book-to-market</i> yang semakin tinggi akan memiliki volatilitas likuiditas yang semakin rendah..
CLHLD	Tidak saling berhubungan	Jumlah saham yang tidak diperdagangkan secara bebas tidak berhubungan pada volatilitas likuiditas
SIZE	Tidak saling berhubungan	Ukuran perusahaan tidak berhubungan pada volatilitas likuiditas
STD_SALES	+	Variabilitas penjualan akan meningkatkan volatilitas dari likuiditas.

STD_RET	+	Perusahaan yang memiliki fluktuasi <i>return</i> yang tinggi cenderung akan memiliki volatilitas likuiditas yang tinggi juga
LOSS_FREQ	-	Perusahaan yang sering mengalami kerugian, likuiditasnya akan cenderung stabil, tapi stabil rendah.
ILLIQ	+	Perusahaan yang tingkat rata-rata likuiditasnya rendah akan memiliki volatilitas tinggi, karena besarnya ketidakpastian dan tingginya risiko

4.6.3 Perbandingan Hipotesis dan Hasil Penelitian

Dari hasil pengujian *least square* terhadap kedua hipotesis pada penelitian ini, maka dapat dikatakan bahwa:

- Hipotesis pertama, yang menyatakan bahwa tingkat transparansi memiliki hubungan positif secara signifikan terhadap tingkat likuiditas saham, terbukti secara konsisten baik dengan *proxy bid-ask spread* maupun *proxy price impact measures* (**H1 diterima**)
- Hipotesis kedua, yang menyatakan bahwa tingkat transparansi memiliki hubungan negatif secara signifikan terhadap tingkat volatilitas likuiditas saham, terbukti dengan menggunakan *proxy price impact measures* (**H2 diterima**).

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan transparansi dengan tingkat likuiditas serta volatilitas likuiditas pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang konsisten terdaftar di BEI pada periode 2008-2010. Pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan data berdasarkan kriteria tertentu untuk tujuan tertentu. Kriteria khusus tersebut adalah perusahaan yang memiliki hari dimana terdapat saham yang diperdagangkan berjumlah minimal 100 hari pada tahun pengujian. Kriteria khusus kedua diberlakukan pada periode 2008 dan 2009, yaitu pada bulan Oktober 2008 – Maret 2009, perusahaan tersebut harus memiliki hari dimana saham diperdagangkan minimal 8 hari untuk setiap bulan. Kriteria ini didasarkan pada krisis ekonomi global pada akhir 2008, dimana banyak perusahaan yang secara signifikan mengalami penurunan tingkat perdagangan saham. Pada tahun 2010 tidak diberlakukan kriteria kedua tersebut karena kondisi sudah relatif stabil. Setelah melakukan *filtering*, didapatkan sampel menggunakan 61 perusahaan dengan 163 titik observasi.

Sebagai indikator dari transparansi digunakan tingkat manajemen laba dan penggunaan KAP BIG4 sedangkan untuk tingkat likuiditas menggunakan dua *proxy*, yaitu *bid-ask spreads* dan *price impact measures*. Kedua *proxy* yang digunakan menggambarkan ketidaklikuidan, maka semakin kecil nilai mereka, berarti tingkat likuiditas semakin tinggi. Setelah dilakukan penghitungan terhadap nilai masing-masing indikator, keduanya digabungkan menggunakan rata-rata ranking persentil. Penggabungan ini dilakukan dengan alasan bahwa dalam konsep transparansi, setiap indikator ini tidak berhubungan secara independen sehingga dilakukan penyatuan untuk mendapat hasil yang lebih empiris mengenai transparansi.

Berdasarkan pengujian pada tingkat likuiditas, peneliti memilih untuk menggunakan *proxy price impact measures* sebagai indikator volatilitas likuiditas pada hipotesis kedua. Pemilihan tersebut didasarkan pada nilai R-Squared pada masing-masing *proxy*, dimana *proxy price impact measures* memiliki nilai R-Squared yang lebih tinggi. Nilai R-Squared yang lebih tinggi tersebut berarti *proxy price iVarm pact measures* lebih dapat dijelaskan oleh model yang digunakan peneliti.

Berdasarkan pengujian yang dilakukan terhadap kedua hipotesis, peneliti mendapatkan hasil yang sesuai dengan dugaan. Transparansi terbukti berhubungan negatif dengan kedua *proxy* likuiditas, yaitu *bid-ask spread* dan *price impact measure*. Likuiditas tidak dapat diukur secara langsung sehingga yang digambarkan oleh *bid-ask spreads* dan *price impact* adalah ketidaklikuidan. Maka, dapat dikatakan transparansi memiliki hubungan positif terhadap likuiditas saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki transparansi baik sahamnya cenderung mudah diperdagangkan karena adanya ketertarikan yang tinggi dari investor atas saham tersebut.

Hasil sesuai dugaan juga ditemukan penulis terkait pengujian hubungan transparansi dengan tingkat volatilitas likuiditas. Didapatkan hasil bahwa transparansi memiliki hubungan negatif dengan volatilitas likuiditas. Volatilitas yang tinggi menggambarkan adanya risiko tinggi yang harus diterima investor jika memiliki saham perusahaan tersebut. Melalui penelitian ini terbukti bahwa perusahaan dengan transparansi yang tinggi cenderung memiliki risiko likuiditas saham yang lebih rendah.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Skripsi ini tentunya masih memiliki banyak kelemahan, yaitu:

1. Peneliti tidak melakukan pengujian model volatilitas likuiditas dalam rentang bulanan, seperti yang dilakukan oleh Lang dan Maffett (2011)

2. Peneliti tidak melakukan *treatment* pada variabel independen. Outlier yang di *treatment* hanyalah yang ditemukan pada variabel dependen.
3. Sampel yang digunakan hanyalah perusahaan manufaktur saja, jauh lebih sedikit dari yang dilakukan pada penelitian lain yang menggunakan sampel internasional.
4. Dalam melakukan pengukuran variabilitas pada beberapa variabel pada penelitian ini, peneliti hanya menggunakan data selama tiga tahun saja, lebih sedikit daripada yang disarankan, yaitu selama lima tahun.
5. Penguji tidak melakukan perbandingan terlebih dulu terhadap berbagai model manajemen laba untuk mendapatkan model dengan R^2 yang lebih tinggi.

Maka dari itu, bagi penelitian ke depannya, diharapkan dapat mempertimbangkan saran-saran berikut ini:

1. Penyempitan dari rentang pengujian. Likuiditas perusahaan berubah setiap harinya, maka sebaiknya digunakan rentang yang lebih sempit dalam melakukan pengukuran, seperti bulanan atau jika tidak memungkinkan, setiap kuartal.
2. Perluasan penggunaan sampel dan periode pengujian. Dengan sampel perusahaan yang lebih banyak dengan kondisi industri yang berbeda-beda, maka dapat menghasilkan penelitian mengenai likuiditas yang lebih empiris. Kemudian, *treatment outlier* pada variabel independen juga dapat dilakukan.
3. Melakukan pengukuran yang menggunakan beberapa *proxy* manajemen laba baru dan menggunakan *proxy* yang memiliki R-Squared yang tinggi dapat memperkuat keempirisan penelitian.
4. Penelitian selanjutnya mungkin dapat mempertimbangkan untuk melakukan pengujian terkait hubungan transparansi pada *liquidity commonality*, yaitu hubungan antara likuiditas perusahaan dan pasar secara keseluruhan. Hal ini dapat memberikan pengertian mengenai dampak transparansi secara lebih makro.

DAFTAR PUSTAKA

- Adityasih, T. (2010). Analisa Pengaruh Pendidikan Profesi, Pengalaman Auditor, Jumlah Klien (*Audit Capacity*) dan Ukuran Kantor Akuntan Publik Terhadap Kualitas Audit. Tesis. Universitas Indonesia.
- Ait-Sahalia, Y., dan Jialin ,Y. (2009). High frequency Market Microstructure Noise Estimates and Liquidity Measure.Princeton and Columbia University.
- Akbas, F. Armstrong, W.J., dan Petkova, R., (2010). The Volatility of Liquidity and Expected Returns.Maays Business School.
- Al-Ajmi, J. (2009). Audit Firm, Corporate Governance, and Audit Quality: Evidence from Bahrain. *Advances in Accounting*, Vol.25, No.1, 64-74.
- Alves, C. F., dan Santos, F.T., (2008). Do first and third quarter unaudited financial reports matter? The Portuguese case. *European Accounting Review*, 17 (2), p. 361-392.
- Amihud, Y. Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economic* 17, 223-249.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effect. *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H., dan Pedersen, L., (2005). Liquidity and Asset Price.*Foundations and Trends in Finance*. 1269-1364.
- Anwar, A.B. (2010). Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan dan Kualitas Pengungkapan Informasi Terhadap Return Saham. Tesis . Universitas Indonesia.
- Arens, A.A., Elder, R.J., dan Beasley, M.S., (2009). *Auditing and Assurance Services: An Integrated Approach*, Thirteenth Edition, Prentice Hall International

- Bacidore, J. M. dan Sofianos, G. (2002). Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-U.S. stocks. *Journal of Financial Economics* 63, 133-158
- Barinov, A. (2010). Why Does Higher Variability of Trading Activity Predict Lower Expected Returns?. University of Georgia.
- Bauman, U., dan Nier, E., (2004). Disclosure, volatility, and transparency: an empirical investigation into the value of bank disclosure. *FRBNY Economic Policy Review*, p. 31-45.
- Bailey, W., Karoly, A., dan Salva, C., 2005. The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-Listings. Cornell University.
- Berk, J. (1995). A Critique of Size Related Anomalies. *Review of Financial Studies* 8, 275-286.
- Bhide, A., (1993). The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics* 34, 31-51.
- Biddle, G. dan Hillary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-level Capital Investment. *The Accounting Reviews* 81(5), 963-982.
- Biddle, G. Hilary, G., dan Verdi, R., (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*.
- Bodie, Z. Kane, A., dan Marcus, A. (2008). Investments. McGraw-Hill. Seventh Edition.
- Botosan, C. A. dan Plumlee, M. A., (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 41, p. 21-40.

- Bowen, R. M. DuCharme, L., dan Shores, D. (1995). Stakeholder's Implicit Claims and Accounting Method Choice. *Journal of Accounting and Economics* 20, 255-295.
- Brennan, M.J. dan Subrahmanyam, A. (2002). Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 41, 441-464.
- Brockman, P. dan Chung, D.Y., (2003). Investor protection and firm liquidity. *Journal of Finance* 58, 921-937.
- Brockman, P. Chung, D. dan Yan, (2008), Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity, forthcoming, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Brunnemeier, M. dan Pedersen, L. (2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. *Review of Financial Studies* 22, 2201-2238.
- Bushman, R., dan Smith, A. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics* 31, 237-333..
- Bushman, R. Piotorski, J., dan Smith, A. (2003). Insider Trading Restrictions and Analysts' Incentives to Follow Firms. Working Paper, University of North Carolina and University of Chicago.
- Bushman, R. dan Landsman, W. (2011). The Pros and Cons of Regulating Corporate Reporting: A Critical Review of the Arguments. Unpublished Paper, University of North Carolina.
- Bushee, B. J., dan Noe, C.F., (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38 (3), Supplement, p. 171-202.
- Butler, A.W. dan Wan, H., (2005). Stock Market Liquidity and the Long-Run Stock Performance on Debt Issuers. University of Texas & University of South Florida.

- Chinn, R. (2000). Corporate Governance Handbook, *Gee Publishing Ltd.* London.
- Chordia, T. Subrahmanyam, A., dan Anshuman, V.R. (2001). Trading activity and expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 59, 3–32.
- Chung, K.H. Elder, J., dan Kim, J.C. (2007). Corporate Governance and Liquidity. State University of New York and North Dakota State University.
- Constantinides, G.M. (1986). Capital Market Equilibrium with Transaction Cost. *Journal of Political Economy* 94, 842-862
- Dacorogna, M.M., dkk. (2001). An Introduction to High Frequency Finance. Academic Press, San Diego.
- Dahlquist, M., dkk. (2003). Corporate Governance and the Home Bias. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 87-110.
- Darmadji, T. dan Fakhruddin, H.M. (2001). Tanya Jawab Pasar Modal Indonesia. Salemba Empat: Jakarta.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18 (1): 3-42.
- Defond, M.L. dan Jimbalvo, J. (1993). Factors Related to Auditor-Client Disagreement Over Income-Increasing Accounting Methods. *Contemporary Accounting Research* Vol.9, 415-431
- Defond, M.L. dan Jimbalvo, J. (1994). Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17, 145-176.
- DeFond, M.L. Francis, J.R., dan Wong, T.J. (2000). Auditor industry specialization and market segmentation: Evidence from Hong Kong. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 19 (Spring): 49-66.

- Dewi, A.A.A. (2003). Pengaruh Konservatisme Laporan Keuangan Terhadap Earning Response Coefficient. Makalah SNA VI.
- Dichev, I. dan Skinner, D. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research* 40, 1091-1123
- Douglas, R. dan Finnerty, J.D. (1997). *Corporate Financial Management*. Canada. Pearson Education. First Edition.
- Dupoch, N. dan Simunic, D. (1982). Competing in Auditing: An Assessment. Presentation at Symposium on Auditing Research IV. University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Ekaputra, I.A. (2006). Determinan Intraday Bid-Ask Spread Saham di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen dan Usahawan Indonesia* 5/XXXV, 8-12
- Eisendhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol.14, 57-74.
- Fama, E.F., dan French, K.R. (1992). The cross section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47, 427-465.
- Fan, J. & Wong, T. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.
- Fan, J. & Wong, T. (2005). Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence From East Asia. *Journal of Accounting Research* 43, 35-72.
- Francis, J., dkk. (2004). CEO Reputation and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research Conference*.
- Francis, J. (2004). What Do We Do Know About Audit Quality?. *The British Accounting Review* 36, 345-368.

- Frensidy, B. (2008). Determinan Bid-Ask Spread Saham-Saham Dalam Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia. Tugas Akhir Mata Kuliah: Seminar on Market Microstructure. Universitas Indonesia.
- Giroux. (2004). *Detecting Earnings Management*. New Jersey. Wiley.
- Glosten, L.R. dan Milgrom, P.R. (1985). Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Trader. *Journal of Financial Economic, Elsevier*, vol 14(1), 71-100, Maret.
- Grossman, S. dan Miller, M. (1988). Liquidity and Market Structure. *Journal of Finance* 43, 617-633.
- Gujarati, D. (1998). *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta.
- Harris, L., Sofianos, G., dan Shapiro, J.E. (1994). Program Trading and Intraday Volatility. *Review of Financial Studies* 7, 653-685.
- Harris, L. (2003). *Trading and Exchange: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford University Press.
- Healy, P.M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.
- Healy, P. dan Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standards Setting. *Accounting Horizon* 13, 365-383
- Healy, P. dan Palepu, K. (2002). Information Assymetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economic*, 31(13), 405-440.
- Hartono, J dan Na'im, A. (1998). The Effect of a Legal Process on Management of Accruals: Further Evidence on Management of Earnings. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13(2).

- Jensen, M. C. dan Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jin, C. dan Myers, S. (2006). R^2 Around the World: New Theory and New Tests. *Journal of Financial Economics* 79, 257-292.
- Kadariusman, P. (2007). Analisis Pengaruh Ketentuan Pedoman Penyajian dan Pengungkapan Laporan Keuangan Emiten (P3LKE) terhadap Tingkat Pengungkapan dan Manajemen Laba: Studi Empiris Perusahaan Manufaktur di Indonesia. Skripsi. Universitas Indonesia.
- Kaihatu, T. (2003). Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia. Universitas Kristen Petra Surabaya
- Karolyi, G. Lee, A., dan Van Dijk, M. (2010). Understanding Commonality in Liquidity Around the World. Cornell University, Unpublished Working Paper.
- Khairurizka, R. Martani, D., dan Mulyono. (2009). The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return. *Chinese Business Review*, ISSN 1537-1506.
- Kim, Y. Caixing, L., dan Rhee, S.G. (2003). The Effect of Firm Size on Earning Management. University of Hawaii.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. Pedoman Umum Corporate Governance. Jakarta: Penerbit KNKG.
- Kusuma, I.W. (2002). Pengaruh Pemoderasi Karakteristik Industri terhadap Hubungan Motivasi dan Tingkat Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*.
- Kyle, A. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. 1985. *Econometrica* 53. 1315-1335.

- Lakonishok, J. dan Shleifer, A., dan Vishny, R.W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance* 49, 1541-1578
- Lambert, R. Leuz C., dan Verrecchia, R. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 45, 385-420.
- Land, J., dan Lang, M. (2002). Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings. *The Accounting Review* 77: 115-134.
- Lang, M. Lins, K., dan Miller, D., (2003). ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross-Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value. *Journal of Accounting research* 41, 317-345.
- Lang, M. Raedy, J. dan Wilson, W. (2006). Earnings Management and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to U.S. Earnings? *Journal of Accounting and Economics* 42, 255-283.
- Lang, M. Lins, K., dan Maffett, M. (2009). Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence. University of North Carolina.
- Lang, M. dan Maffett, M. (2011). Economic Effects of Transparency in International Equity Markets – A Review and Suggestions for Future Research. University of North Carolina.
- Lang, M. dan Maffett, M. (2011). Transparency and Liquidity Uncertainty in Crisis Periods. University of North Carolina.
- Lee, S. dan Chung, J. (1998). The effect of market transparency volatility and liquidity in the Korean stock market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, p. 23-35
- Leone, A.J. Kothari, S.P., dan Wasley, C.E. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.

- Lesmond, D. (2005). Liquidity of emerging Markets. *Journal of Financial Economics* 77, 411-452.
- Leuz, C. Nanda, D., dan Wysocki, P. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Leuz, C. Lins, K., dan Warnock, F. (2008). Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?, *Review of Financial Studies*, forthcoming
- Madsen, P. dan Vaccaro, A. (2004). Firm Information Transparency: Ethical Question in the Information Age. Carnegie Mellon University.
- Malkiel, B. dan Xu, Y. (1997). Risk and return revisited. *Journal of Portfolio Management* 23, 9-14.
- Manao, H & Nur, D. (2001). Asosiasi Rasio Keuangan dengan Return Saham: Pertimbangan Ukuran Perusahaan sert aPengaruh Krisis Ekonomi di Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi IV, Agustus, 923-938. Jakarta.
- McCoy, C. (2003). Liquidity Black Holes: Testing the Theory's Predictions. In: Persaud, A. Liquidity Black Holes: Understanding Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk. Vol 1. *Haymarket House*, London, 139-150
- McNichols, M. dan Stubben, S. (2008). Does the Earning Managements Affect Firms; Investment Decisions? *The Accounting Review* 83, 1571-1603.
- Monks, R.A.G. dan Minow, N. (2003). *Corporate Governance*. Blackwell Publishing. Third Edition
- Morck, R. Yeung, B., dan Yu, W. (2000). The Information Content Of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?, *Journal of Financial Economics* 58, 215-260.
- Morris, S. dan Shin, H.S. (2004). Liquidity Black Holes. *Review of Finance* 8:1, 1-18.

- National Committee on Corporate Governance. (2001). Indonesia Code for Good Corporate Governance.
- Ng, J. (2004). The Effect of Information Quality on Liquidity Risk. *Journal of Accounting and Economics*.
- O'Hara, M. (1995). Market Microstructure Theory. Blackwell Publishers Inc. Cambridge, Massachusetts.
- Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD). (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*.
- Pagalung, G. (2004). Transaction Cost, Agency Theory, dan Stakeholder Theory dalam Teori (Desain) Organisasional: Kajian Asumsi-Asumsi Dasar. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 6 Agustus.
- Pastor, L. dan Stambaugh, R. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy* 111, 642-685.
- Peraturan Menteri Keuangan Nomor: 17/PMK.01/2008
- Persaud, A. (2003). Liquidity Black Holes: Understanding Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk. Vol 1. *Haymarket House*, London, 85-104
- Putra, I.M.W. (2000). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Praktik Perataan Laba pada Bank-Bank Umum di Indonesia. Tesis. Universitas Gajah Mada.
- Roychowdhury, S. (2006). Management of Earnings Through Manipulation of Real Activities That Affects Cash Flow from Operation. *Forthcoming Journal of Accounting and Economics*.
- Scott, William R. (2009). *Financial Accounting Theory*. Canada. Pearson Education. Fifth Edition.
- Shaw, John C. (2003). Corporate Governance and Risk: A System Approach. New Jersey. *John Wiley & Sons, inc.*

- Skinner, D dan Sloan, R. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns, or Don't Let Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies* 7, 289-312.
- Spiegel, M. dan Wang, X. (2005). Cross-sectional variation in stock returns: Liquidity and idiosyncratic risk. Working paper, Yale University.
- Stoll, H. (1978). The Supply of Dealer Services in Securities Market. *Journal of Finance* 33(4), 1133-1151.
- Stoll, H. (2000). Friction. *Journal of Finance* 55, 1479-1514.
- Suhendah, R. (2005). Earning Management. *Jurnal Akuntansi/Th.IX/02/Mei/2005*, 195-205.
- Sugiarto, S .(2003). Perataan Laba Dalam Mengantisipasi Laba Masa Depan Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Makalah SNA VI.
- Teoh, S. H., dan Wong, T.J. (1993). Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *Accounting Review* 68 (2):346-366.
- Teoh, S.H., Welch, I., dan Wong, T.J. (1998). Earnings Management and The Long Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*.
- Utama, S. dan Chynthia, A. (2003). Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya. *Usahawan* No.01, Th XXXII, Januari
- Vayanos, D. (2004). Flight to Quality and the Pricing of Risk. *The National Bureau of Economic Reseach, Unpublished Working Paper*.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5, 179-194.
- Watts, R.L. dan Zimmerman, J.L. (1986). Positive Accounting Theory. New Jersey. Prentice Hall.

LAMPIRAN

Lampiran 1 – Daftar Perusahaan Sampel dan Periode Observasi

No.	Nama Perusahaan	Kode	Periode Pengujian		
			2008	2009	2010
1	Akasha Wira International Tbk	ADES	v	v	v
2	Alakasa Industrindo Tbk.	AKPI			v
3	Apac Citra Centertex Tbk.	MYTX			v
4	Arwana Citramulia Tbk.	ARNA	v	v	v
5	Asahimas Flat Glass Tbk.	AMFG	v	v	v
6	Asia Pacific Fibers Tbk.	POLY			v
7	Asiaplast Industries Tbk..	APLI	v	v	v
8	Astra International Tbk.	ASII	v	v	v
9	Astra Otoparts Tbk.	AUTO	v	v	v
10	Barito Pacific Tbk.	BRPT	v	v	v
11	Bentoel International Inv. Tbk.	RMBA	v	v	v
12	Berlina Tbk.	BRNA	v		v
13	Budi Acid Jaya Tbk.	BUDI	v	v	v
14	Champion Pacific Indonesia Tbk.	IGAR	v	v	v
15	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	CPIN	v	v	v
16	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	DVLA		v	v
17	Davomas Abadi Tbk.	DAVO	v	v	
18	Eterindo Wahanatama Tbk.	ETWA	v	v	v

19	Gajah Tunggal Tbk.	GJTL	v	v	v
20	Goodyear Indonesia Tbk.	GDYR	v	v	V
21	Gudang Garam Tbk.	GGRM	v	v	v
22	HM Sampoerna Tbk.	HMSP	v	v	v
23	Holcim Indonesia Tbk.	SMCB	v	v	v
24	Indal Aluminium Industry Tbk.	INAI			v
25	Indo Acidatama Tbk.	SRSN		v	v
26	Indofarma Tbk.	INAF	v	v	v
27	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	v	v	v
28	Intanwijaya Internasional Tbk.	INCI	v	v	v
29	Intikeramik Alamasri Inds. Tb	IKAI			v
30	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.	JPFA	v	v	v
31	Jaya Pari Steel Tbk.	JPRS	v	v	v
32	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	v	v	v
33	Kedawung Setia Industrial Tbk.	KDSI	v	v	v
34	Kimia Farma Tbk.	KAEF	v	v	v
35	KMI Wire and Cable Tbk.	KBLI	v	v	v
36	Langgeng Makmur Industri Tbk.	LMPI	v	v	v
37	Mandom Indonesia Tbk.	TCID	v	v	v
38	Mayora Indah Tbk.	MYOR	v	v	v
39	Mulia Industrindo Tbk.	MLIA	v	v	v
40	Multistrada Arah Sarana Tbk.	MASA	v	v	v
41	Mustika Ratu Tbk.	MRAT	v	v	v
42	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	TKIM	v	v	v
43	Pan Brothers Tbk..	PBRX			v

44	Polychem Indonesia Tbk.	ADMG	v	v	v
45	Prima Alloy Steel Tbk.	PRAS	v	v	v
46	Sat Nusapersada Tbk.	PTSN	v	v	v
47	Selamat Sempurna Tbk.	SMSM	v	v	v
48	Semen Gresik (Persero) Tbk.	SMGR	v	v	v
49	Sepatu Bata Tbk.	BATA			v
50	Siwani Makmur Tbk.	SIMA	v	v	v
51	Sorini Agro Asia Corporindo	SOBI	v	v	v
52	Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	SULI	v	v	v
53	Suparma Tbk.	SPMA	v	v	v
54	Tempo Scan Pacific Tbk.	TSPC	v	v	v
55	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	AISA			v
56	Trias Sentosa Tbk.	TRST	v	v	v
57	Ultra Jaya Milk Tbk.	ULTJ	v	v	v
58	Unilever Indonesia Tbk.	UNVR	v	v	v
59	United Tractor Tbk.	UNTR	v	v	v
60	Voksel Electric Tbk.	VOKS	v	v	v
61	Yanaprima Hastapersada	YPAS	v	v	v

Lampiran 2 – Uji Asumsi Klasik

- Uji Heterokedastisitas

Tabel Uji White Model Manajemen Laba 1

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	0.526365	Prob. F(27,135)	0.9730
Obs*R-squared	15.52513	Prob. Chi-Square(27)	0.9614
Scaled explained SS	67.34499	Prob. Chi-Square(27)	0.0000

Tabel Uji White Model Manajemen Laba 2

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.053286	Prob. F(27,135)	0.4048
Obs*R-squared	28.36239	Prob. Chi-Square(27)	0.3925
Scaled explained SS	60.75970	Prob. Chi-Square(27)	0.0002

Tabel Uji White Model 1 Transparansi & Proxy Bid-Ask Spread

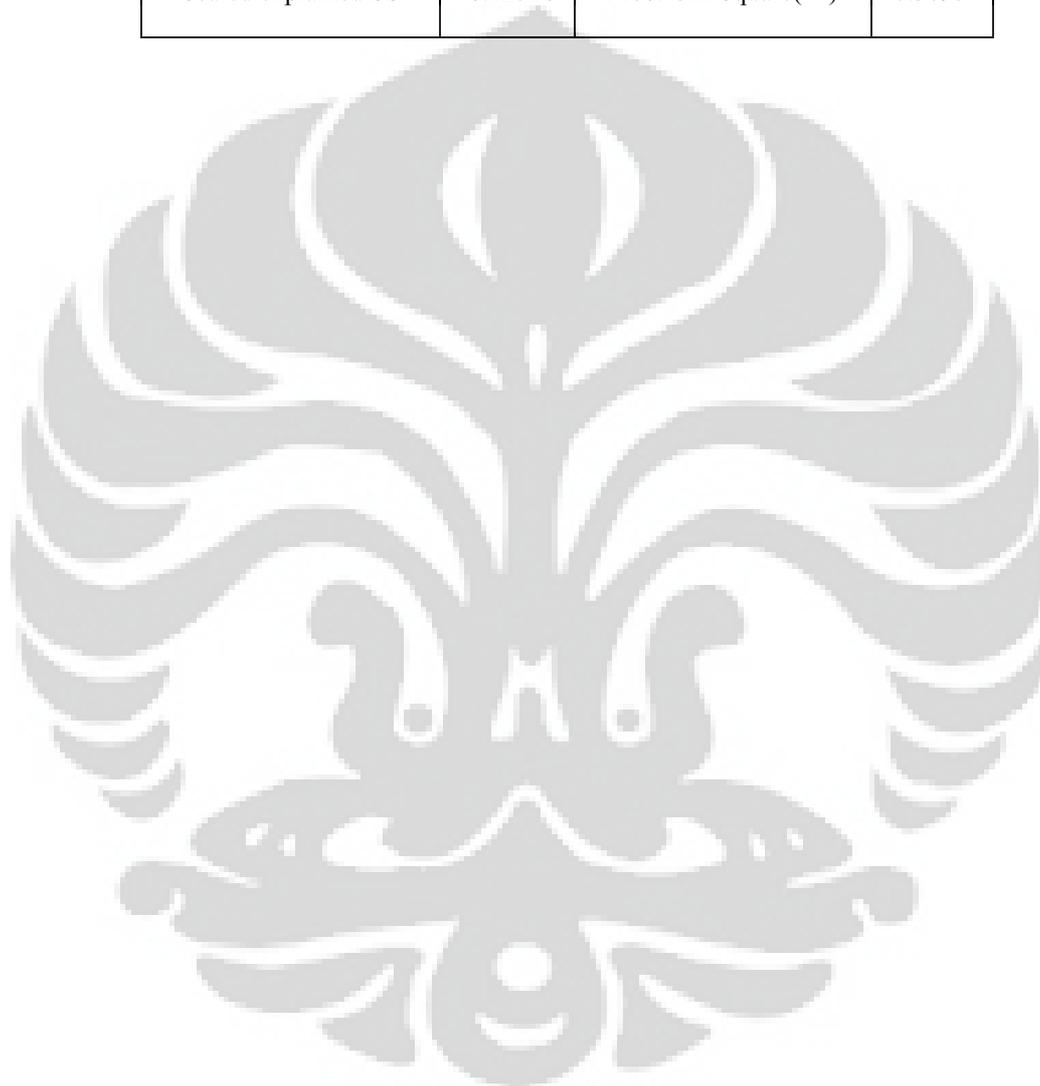
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	3.736454	Prob. F(34,127)	0.0000
Obs*R-squared	81.01257	Prob. Chi-Square(34)	0.0000
Scaled explained SS	111.5430	Prob. Chi-Square(34)	0.0000

Tabel Uji White Model 1 Transparansi & proxy price impact

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	15.43755	Prob. F(34,127)	0.0000
Obs*R-squared	130.4388	Prob. Chi-Square(34)	0.0000
Scaled explained SS	238.7538	Prob. Chi-Square(34)	0.0000

Tabel Uji White Model 2, Independen Transparansi

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	3.140268	Prob. F(44,117)	0.0000
Obs*R-squared	87.72063	Prob. Chi-Square(44)	0.0001
Scaled explained SS	48.12516	Prob. Chi-Square(44)	0.3095



- Uji Multikolinearitas

Tabel Uji Multikolinearitas Model Manajemen Laba

	LNASET	BM	STD_DALES	LOSS_FREQ	SG	LEVERAGE
LNASET	1.000000	-0.193295	0.693586	-0.278004	0.409667	0.086362
BM	-0.193295	1.000000	-0.137358	0.203176	-0.080969	0.046282
STD_DALES	0.693586	-0.137358	1.000000	-0.134023	0.345098	-0.055319
LOSS_FREQ	-0.278004	0.203176	-0.134023	1.000000	-0.401787	0.346969
SG	0.409667	-0.080969	0.345098	-0.401787	1.000000	-0.077663
LEVERAGE	0.086362	0.046282	-0.055319	0.346969	-0.077663	1.000000

Tabel Uji Multikolinearitas Model 1

	TRANS	LOGPRICE	STDRET	BM	LMNVE	LOSS	CLHLD
TRANS	1.000000	0.268314	-0.072815	-0.043309	0.007425	-0.008102	0.097948
LOGPRICE	0.268314	1.000000	-0.234505	-0.284301	0.228576	-0.260807	-0.163677
STDRET	-0.072815	-0.234505	1.000000	0.094701	-0.158627	0.159537	0.097111
BM	-0.043309	-0.284301	0.094701	1.000000	-0.324173	0.227429	-0.036929
LMNVE	0.007425	0.228576	-0.158627	-0.324173	1.000000	-0.130032	0.097471
LOSS	-0.008102	-0.260807	0.159537	0.227429	-0.130032	1.000000	0.003908
CLHLD	0.097948	-0.163677	0.097111	-0.036929	0.097471	0.003908	1.000000

Tabel Uji Multikolinearitas Model 2

	TRANS	BM	CLHLD	ILLIQ	LOSS_FREQ	SIZE	STD_SALES	STD_RET
TRANS	1.000000	-0.107039	0.049480	-0.123956	-0.182505	0.220933	0.444903	-0.181654
BM	-0.107039	1.000000	-0.036920	-0.195216	0.208604	-0.324187	-0.188241	0.094692
CLHLD	0.049480	-0.036920	1.000000	-0.058588	0.024831	0.097471	-0.245386	0.097111
ILLIQ	-0.123956	-0.195216	-0.058588	1.000000	0.165964	0.052063	-0.100488	0.267423
LOSS_FREQ	-0.182505	0.208604	0.024831	0.165964	1.000000	-0.154063	-0.272394	0.153154
SIZE	0.220933	-0.324187	0.097471	0.052063	-0.154063	1.000000	0.265965	-0.158627
STD_SALES	0.444903	-0.188241	-0.245386	-0.100488	-0.272394	0.265965	1.000000	-0.185875
STD_RET	-0.181654	0.094692	0.097111	0.267423	0.153154	-0.158627	-0.185875	1.000000

Lampiran 3- Hasil regresi Eviews

Dependen: bid-ask spread.

Manajemen Laba - Bid-Ask Spread

Dependent Variable: BIDASK				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS_SMTHC	0.195408	0.107233	1.822281	0.0352
CLHLD	0.305666	0.170173	1.796205	0.0372
LN MVE	-0.002096	0.006105	-0.343294	0.3590
LOGPRICE	-0.098316	0.041823	-2.350756	0.0100
LOSS	-0.218142	0.079290	-2.751209	0.0033
STDRET	1.755475	0.199775	8.787278	0.0000
BM	0.035919	0.012675	2.833910	0.0026
C	-2.145887	0.216641	-9.905282	0.0000
R-squared	0.468686	Mean dependent var		-1.678049
Adjusted R-squared	0.444535	S.D. dependent var		0.455298
S.E. of regression	0.339331	Akaike info criterion		0.724442
Sum squared resid	17.73244	Schwarz criterion		0.876916
Log likelihood	-50.67978	Hannan-Quinn criter.		0.786348
F-statistic	19.40676	Durbin-Watson stat		1.678097
Prob(F-statistic)	0.000000			

KAP BIG 4 - Bid-Ask Spread

Dependent Variable: BIDASK				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS_SMTHC	0.195408	0.107233	1.822281	0.0352
CLHLD	0.305666	0.170173	1.796205	0.0372
LN MVE	-0.002096	0.006105	-0.343294	0.3590
LOGPRICE	-0.098316	0.041823	-2.350756	0.0100
LOSS	-0.218142	0.079290	-2.751209	0.0033
STDRET	1.755475	0.199775	8.787278	0.0000
BM	0.035919	0.012675	2.833910	0.0026
C	-2.145887	0.216641	-9.905282	0.0000
R-squared	0.468686	Mean dependent var		-1.678049
Adjusted R-squared	0.444535	S.D. dependent var		0.455298
S.E. of regression	0.339331	Akaike info criterion		0.724442
Sum squared resid	17.73244	Schwarz criterion		0.876916
Log likelihood	-50.67978	Hannan-Quinn criter.		0.786348
F-statistic	19.40676	Durbin-Watson stat		1.678097
Prob(F-statistic)	0.000000			

Transparansi - *Bid-Ask Spread*

Dependent Variable: BIDASK				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Exp. Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
TRANS	-	-0.172461	-1.471674	0.0715*
LNPRICE	-	-0.110411	-2.305250	0.0112**
STDRET	+	0.961770	2.360968	0.0097***
BM	+	0.037539	3.967298	0.0000***
LN MVE	-	-0.005028	-0.733955	0.2320
LOSS	+	-0.159562	-1.664950	0.0490**
CLHLD	+	0.295183	1.704863	0.0451**
C		-1.707482	-6.302644	0.0000*
R-squared	0.366256	Mean dependent var		-1.678049
Adjusted R-squared	0.337449	S.D. dependent var		0.455298
S.E. of regression	0.370600	Akaike info criterion		0.900733
Sum squared resid	21.15100	Schwarz criterion		1.053207
Log likelihood	-64.95940	Hannan-Quinn criter.		0.962640
F-statistic	12.71433	Durbin-Watson stat		1.617566
Prob(F-statistic)	0.000000			
*signifikan pada alpha 10%				
**signifikan pada alpha 5%				

Dependen Variabel: tingkat bid-ask spread

Variabel Independen:

TRANS: tingkat transparansi perusahaan

LOGPRICE: logaritma natural harga saham akhir tahun

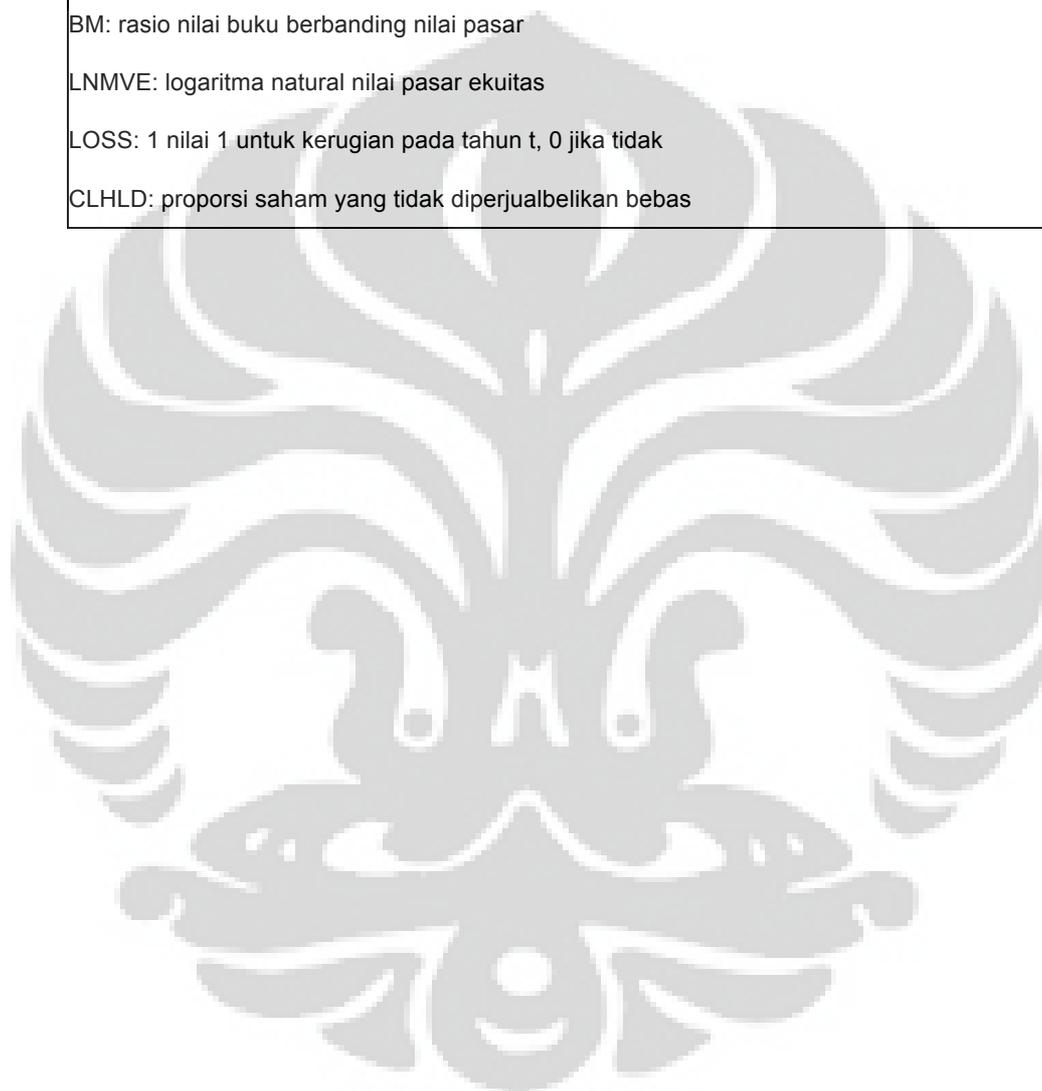
STDRET: volatilitas return perusahaan

BM: rasio nilai buku berbanding nilai pasar

LNMV: logaritma natural nilai pasar ekuitas

LOSS: 1 nilai 1 untuk kerugian pada tahun t, 0 jika tidak

CLHLD: proporsi saham yang tidak diperjualbelikan bebas



Dependen: DPI**Manajemen Laba - DPI**

Dependent Variable: DPI				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS_SMTHC	1.349996	0.888253	1.519833	0.0653
LOGPRICE	-3.023809	0.486687	-6.213045	0.0000
STDRET	12.01156	1.766611	6.799212	0.0000
BM	-0.056688	0.198426	-0.285689	0.3877
LN MVE	0.060029	0.070446	0.852121	0.1977
LOSS	0.006728	0.886707	0.007588	0.4970
CLHLD	-0.987973	1.912959	-0.516463	0.3031
C	-11.60902	2.158163	-5.379123	0.0000
R-squared	0.505234	Mean dependent var		-16.35089
Adjusted R-squared	0.482745	S.D. dependent var		4.361889
S.E. of regression	3.137091	Akaike info criterion		5.172590
Sum squared resid	1515.566	Schwarz criterion		5.325064
Log likelihood	-410.9798	Hannan-Quinn criter.		5.234497
F-statistic	22.46548	Durbin-Watson stat		1.305345
Prob(F-statistic)	0.000000			

BIG4-DPI

Dependent Variable: DPI				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BIG4	-1.584471	0.520266	-3.045503	0.0013
LOGPRICE	-2.558777	0.521405	-4.907468	0.0000
STDRET	11.08377	1.653789	6.702049	0.0000
BM	-0.041506	0.198492	-0.209108	0.4173
LMVE	0.057503	0.071886	0.799920	0.2125
LOSS	0.081391	0.830516	0.098001	0.4610
CLHD	-0.053194	1.786911	-0.029769	0.4881
C	-11.85093	2.092692	-5.663011	0.0000
R-squared	0.524377	Mean dependent var		-16.35089
Adjusted R-squared	0.502758	S.D. dependent var		4.361889
S.E. of regression	3.075803	Akaike info criterion		5.133131
Sum squared resid	1456.927	Schwarz criterion		5.285605
Log likelihood	-407.7836	Hannan-Quinn criter.		5.195038
F-statistic	24.25515	Durbin-Watson stat		1.258323
Prob(F-statistic)	0.000000			

Transparansi – DPI

Dependent Variable: DPI				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Exp. Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
TRANS	-	-2.867584	-3.370881	0.0004***
LOGPRICE	-	-2.615926	-5.100831	0.0000***
STDRET	+	11.27059	6.684612	0.0000***
BM	-	-0.037413	-0.190709	0.4245
LN MVE	-	0.069086	0.959125	0.1695
LOSS	+	-0.060240	-0.073930	0.4706
CLHLD	+	-0.300546	-0.165977	0.4342
C		-11.05351	-5.412264	0.0000
R-squared	0.528318	Mean dependent var		-16.35089
Adjusted R-squared	0.506878	S.D. dependent var		4.361889
S.E. of regression	3.063035	Akaike info criterion		5.124811
Sum squared resid	1444.856	Schwarz criterion		5.277285
Log likelihood	-407.1097	Hannan-Quinn criter.		5.186718
F-statistic	24.64158	Durbin-Watson stat		1.273716
Prob(F-statistic)	0.000000			
*signifikan pada alpha 10%				
**signifikan pada alpha 5%				

Dependen Variabel: tingkat price impact

Variabel Independen:

TRANS: tingkat transparansi perusahaan

LOGPRICE: logaritma natural harga saham akhir tahun

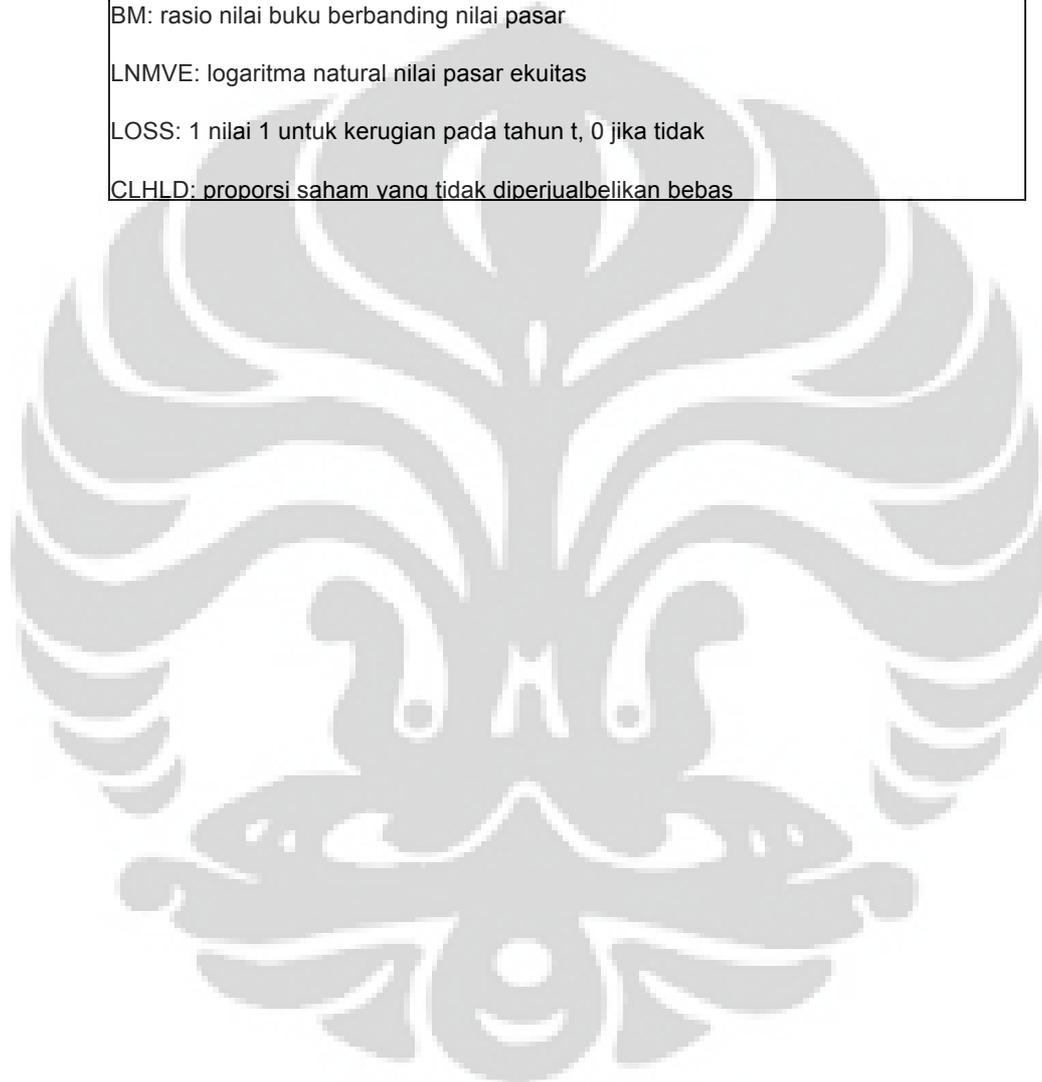
STDRET: volatilitas return perusahaan

BM: rasio nilai buku berbanding nilai pasar

LN MVE: logaritma natural nilai pasar ekuitas

LOSS: 1 nilai 1 untuk kerugian pada tahun t , 0 jika tidak

CLHLD: proporsi saham yang tidak diperjualbelikan bebas



Dependen: Volatilitas Likuiditas

Manajemen laba - liqvol

Dependent Variable: LNLIQVOL				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS_SMTHC	1.064576	0.955582	1.114060	0.1335
BM	0.489028	0.096612	5.061791	0.0000
CLHLD	0.402542	1.574120	0.255725	0.3992
SIZE	-0.006386	0.052674	-0.121237	0.4518
STD_SALES	-0.933490	0.158772	-5.879444	0.0000
STD_RET	9.089234	1.485828	6.117287	0.0000
LOSS_FREQ	-1.172442	0.827408	-1.417005	0.0792
ILLIQ	100311.8	22490.24	4.460237	0.0000
C	12.62233	4.615301	2.734888	0.0035
R-squared	0.548887	Mean dependent var		-8.196049
Adjusted R-squared	0.525299	S.D. dependent var		4.205413
S.E. of regression	2.897468	Akaike info criterion		5.019504
Sum squared resid	1284.484	Schwarz criterion		5.191037
Log likelihood	-397.5798	Hannan-Quinn criter.		5.089149
F-statistic	23.27013	Durbin-Watson stat		1.356888
Prob(F-statistic)	0.000000			

Kap BIG 4 – liqvol

Dependent Variable: LNLIQVOL				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BIG_4	-1.446191	0.505223	-2.862480	0.0024
BM	0.485683	0.085572	5.675750	0.0000
CLHLD	1.525441	1.535047	0.993743	0.1609
SIZE	-0.016121	0.050948	-0.316421	0.3760
STD_SALES	-0.707924	0.178610	-3.963511	0.0001
STD_RET	8.324873	1.401401	5.940391	0.0000
LOSS_FREQ	-0.930031	0.824032	-1.128634	0.1304
ILLIQ	97125.59	21070.08	4.609646	0.0000
C	7.420548	5.057955	1.467104	0.1444
R-squared	0.564972	Mean dependent var		-8.196049
Adjusted R-squared	0.542226	S.D. dependent var		4.205413
S.E. of regression	2.845342	Akaike info criterion		4.983196
Sum squared resid	1238.683	Schwarz criterion		5.154729
Log likelihood	-394.6389	Hannan-Quinn criter.		5.052841
F-statistic	24.83770	Durbin-Watson stat		1.323554
Prob(F-statistic)	0.000000			

Transparansi - liqvol

Dependent Variable: LNLIQVOL				
Method: Least Squares				
Sample: 1 163				
Included observations: 163				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Exp. Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
TRANS	-	-2.450013	-2.933304	0.0019***
BM	-	0.490713	5.563981	0.0000***
CLHLD	+	1.211858	0.814930	0.2082
SIZE	-	-0.005159	-0.102240	0.4593
STD_SALES	?	-0.752877	-4.404420	0.0000***
STD_RET	+	8.493311	5.866862	0.0000***
LOSS_FREQ	?	-1.112913	-1.414027	0.0797*
ILLIQ	+	98101.12	4.681944	0.0000***
C		9.168122	1.907729	0.0583
R-squared	0.566482	Mean dependent var		-8.196049
Adjusted R-squared	0.543815	S.D. dependent var		4.205413
S.E. of regression	2.840399	Akaike info criterion		4.979719
Sum squared resid	1234.384	Schwarz criterion		5.151252
Log likelihood	-394.3572	Hannan-Quinn criter.		5.049364
F-statistic	24.99083	Durbin-Watson stat		1.317670
Prob(F-statistic)	0.000000			
***signifikan pada 1%				
**signifikan pada 5%				
*Signifikan pada 10%				

Variabel Dependen

Trans: Tingkat transparansi

Variabel Independen

BM: nilai buku berbanding nilai pasar dari ekuitas

CLHLD: proporsi saham yang tidak diperdagangkan secara bebas

SIZE: Nilai Kapitalisasi pasar perusahaan

STD_SALES: volatilitas penjualan 3 tahun terakhir

STD_RET: volatilitas return

LOSS_FREQ: frekuensi kerugian perusahaan 3 tahun terakhir

ILLIQ: tingkat likuiditas perusahaan

- Wuyts, G. (2007). Stock Market Liquidity: Determinants and Implication. *Tijdschrift voor Economie en Management* Vol.LII,2.
- Zhang, G. (2001). Private information production, public disclosure, and the cost of capital: theory and implications. *Contemporary Accounting Research*, 18 (2), p. 363-384.
- Zhang, H. (2010). Measuring liquidity in emerging markets. Working Paper, National University of Singapore.

