

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Juli-Desember 2005, Vol. 2, No. 2, pp.1-28

**DAMPAK TINGKAT PENGUNGKAPAN INFORMASI
PERUSAHAAN TERHADAP VOLUME PERDAGANGAN DAN
RETURN SAHAM:
PENELITIAN EMPIRIS TERHADAP PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG
TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA**

Dedi Junaedi

Dedi Junaedi adalah staf pengajar Departemen Akuntansi FEUI

Abstract

The purpose of this study is to evaluate the effect of disclosure level to market indicators, such as trading volume activity (TVA) and stock returns. This study also tries to evaluate the difference in market indicators for companies with differences in disclosure level: comprehensive and non-comprehensive.

This study adopts content analysis approach in generating disclosure index, using data from annual reports of firms listed in the JSX in the periods of 2000 – 2002. This study uses mean comparison analysis and regression analysis, both linear and logistic, in testing the effect of disclosure level to market indicators of companies with comprehensive and non-comprehensive disclosure.

This study does not provide empirical evidence to support the effect of disclosure level to both market indicators. However, this study finds that there is a difference in TVA between companies with comprehensive and non-comprehensive disclosure. These results lead to a conclusion that disclosure in the annual reports may still not be a matter of considerable interest and importance to investors. This study also finds that firm size and reported income affect disclosure level.

Keywords: *Company's Disclosure, Trading Volume, Share's Return*

I. PENDAHULUAN

Dalam era persaingan dunia usaha yang semakin kompetitif dewasa ini, kelangsungan hidup serta kesempatan berkembang bagi suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dan adanya akses perusahaan tersebut kepada sumber dana yang tersedia. Dalam perekonomian modern, salah satu sumber dana eksternal bagi perusahaan adalah pasar modal. Pasar modal memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk bersaing secara sehat untuk menarik minat para investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Di sisi lain pasar modal juga menyediakan alternatif investasi bagi para investor baik yang ingin melakukan investasi jangka pendek maupun jangka panjang.

Dalam melakukan investasi di pasar modal, baik dalam bentuk saham, obligasi ataupun bentuk investasi lainnya, investor yang rasional umumnya melakukan serangkaian analisis tentang investasi yang akan dilakukannya. Khusus untuk investasi dalam saham, biasanya investor akan melakukan analisis fundamental ataupun analisis teknikal. Analisis fundamental menggunakan informasi yang berasal dari pergerakan *earnings*, prospek dividen, tingkat suku bunga yang diharapkan serta evaluasi risiko perusahaan dalam menentukan harga saham. Sedangkan analisis teknikal menggunakan pola pergerakan (*trend*) harga saham dalam mengestimasi harga saham (Bodie *et al* 2002).

Salah satu sumber informasi guna mendapatkan gambaran tentang kinerja perusahaan adalah laporan tahunan (*annual report*) yang dikeluarkan oleh perusahaan. Laporan tahunan tersebut memberikan gambaran tentang kinerja perusahaan secara komprehensif baik mengenai informasi keuangan¹ maupun informasi non-keuangan² yang perlu diketahui oleh para pemegang saham, calon investor, pemerintah atau bahkan masyarakat. Pengungkapan yang dilakukan perusahaan melalui laporan tahunan akan menjadi salah satu bahan rujukan bagi para investor dan calon investor dalam memutuskan apakah akan berinvestasi di dalam perusahaan tersebut. Penjelasan tersebut secara tidak langsung memberikan gambaran bahwa tingkat pengungkapan³ (*disclosure level*) yang diberikan oleh pihak manajemen perusahaan akan berdampak kepada pergerakan harga saham yang pada gilirannya juga akan berdampak pada volume saham yang diperdagangkan atau likuiditas saham. Hal tersebut dikarenakan pengungkapan informasi keuangan dan non-keuangan yang diberikan oleh pihak manajemen perusahaan merupakan salah satu cara untuk memberikan gambaran

¹ Informasi keuangan biasanya mengacu kepada laporan keuangan (*financial statements*) yang merupakan bagian dari pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) yang disyaratkan Bapepam.

² Informasi non-keuangan mengacu kepada pengungkapan kualitatif dalam laporan tahunan di luar laporan keuangan, baik yang bersifat wajib (*mandatory*) ataupun sukarela (*voluntary*).

³ Selain tingkat pengungkapan (*disclosure level*), kualitas pengungkapan (*disclosure quality*) juga penting namun sangat sulit untuk diukur. Sebagaimana dijelaskan oleh Botosan (1997) para peneliti umumnya menganggap tingkat pengungkapan dan kualitas pengungkapan memiliki hubungan positif. Penulis belum menemukan studi empiris yang membandingkan kedua jenis pengungkapan tersebut

tentang kinerja perusahaan kepada para *stakeholder*. Dengan demikian, terlihat bahwa tingkat pengungkapan perusahaan memiliki dampak terhadap indikator-indikator keuangan, seperti *cost of equity*, *cost of debt* ataupun likuiditas dan volatilitas harga saham, yang akan dijadikan dasar oleh para investor dalam melakukan investasi.

Penelitian ini dilakukan untuk melihat secara lebih dalam apakah terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan perusahaan terhadap indikator lain seperti *return* dan volume perdagangan saham setelah pengungkapan tersebut bagi perusahaan yang secara komprehensif melakukan pengungkapan dengan perusahaan yang tidak atau kurang komprehensif dalam melakukan pengungkapan informasi keuangan.

II. PENELITIAN TERDAHULU DAN PEMBENTUKAN HIPOTESIS

A. PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian-penelitian terdahulu yang mengangkat topik pengaruh tingkat pengungkapan terhadap indikator-indikator kinerja keuangan perusahaan seperti *cost of capital*, *cost of equity*, *cost of debt*, *earnings*, *return* dan likuiditas saham telah banyak dilakukan baik di luar maupun di Indonesia sendiri. Inti dari penelitian-penelitian tersebut pada dasarnya adalah untuk memberikan gambaran sejauh mana pengungkapan informasi tentang kinerja keuangan maupun non-keuangan perusahaan yang dilakukan manajemen perusahaan yang tercermin pada pengungkapan di dalam *annual report* berpengaruh kepada indikator-indikator kinerja perusahaan sebagaimana dijelaskan di atas. Penelitian-penelitian tersebut, yang bertujuan untuk melihat pengaruh tingkat pengungkapan yang dilakukan perusahaan terhadap indikator-indikator kinerja keuangan seperti tersebut di atas, seperti penelitian yang dilakukan oleh Amihud (1986), Verrechia (1982) serta Diamond dan Verrechia (1991) menunjukkan pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital* secara tidak langsung. Riset yang mereka lakukan lebih terfokus pada dampak pengungkapan informasi akuntansi pada variabel yang diharapkan terkait secara positif terhadap *cost of capital*. Sedangkan penelitian empiris yang langsung menguji antara pengungkapan informasi akuntansi terhadap *cost of equity capital* adalah Botosan (1997). Menurutnya terdapat pengaruh pengungkapan terhadap *cost of equity capital*.

Penelitian yang menguji pengaruh tingkat pengungkapan terhadap *cost of equity* secara langsung adalah penelitian yang dilakukan oleh Komalasari (2000). Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh informasi terhadap likuiditas perdagangan saham antara investor yang *well-informed* dan yang tidak *well-informed*, yang pada akhirnya mempengaruhi nilai *cost of equity*. Penelitian lain mengenai hal ini untuk tujuan disertasi dilakukan oleh Sitanggang (2002) yang menyimpulkan bahwa aset, tingkat hutang, serta lamanya perusahaan tercatat di bursa mempunyai pengaruh terhadap pengungkapan dan pada gilirannya tingkat pengungkapan berpengaruh terhadap likuiditas dan volatilitas saham.

B. KERANGKA PEMIKIRAN DAN PEMBENTUKAN HIPOTESIS

Informasi memainkan peranan penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Hipotesis pasar modal efisien (*Efficient Market Hypothesis/EMH*) menghubungkan serta mengelompokkan jenis efisiensi pasar berdasarkan ketersediaan informasi dan respon para investor terhadap informasi tersebut. Hipotesa tersebut menyimpulkan bahwa informasi akan mungkin memberikan keuntungan dalam bentuk *abnormal return* kepada para investor dalam pasar dengan bentuk efisiensi lemah (*weak form*) atau semi kuat (*semi-strong form*). Sedangkan dalam pasar dengan efisiensi bentuk kuat (*strong form*), informasi dalam bentuk apapun tidak akan memberikan *unusual profit* bagi para investor (Ross *et al* 2002:342-3).

Penelitian ini mempunyai hubungan erat dengan penelitian-penelitian sebelumnya, terutama penelitian-penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Sari (2002), Komalasari (2000) ataupun Sitanggang (2000) terutama dalam melihat hubungan antara pengaruh pengungkapan yang dilakukan perusahaan terhadap indikator-indikator keuangan. Namun demikian penelitian ini memiliki sedikit perbedaan terutama dalam hal analisis terhadap tingkat pengungkapan maupun keberadaan pengungkapan itu sendiri. Tingkat pengungkapan dalam penelitian ini bermuara pada pengelompokan perusahaan ke dalam dua kelompok yaitu perusahaan yang melakukan pengungkapan secara komprehensif dan perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan secara komprehensif. Selain itu proses perhitungan *DSCORE* sebagai indikator tingkat komprehensifitas pengungkapan perusahaan pun agak sedikit berbeda dengan yang dilakukan oleh Botosan (1997) dimana perhitungan dilakukan dengan mengacu kepada peraturan Bapepam tentang pengungkapan wajib dan sukarela yang harus dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Berdasarkan uraian di atas, terdapat tiga hal yang menarik untuk diuji dan dijadikan *kerangka pemikiran* dalam penelitian ini. Ketiga hal tersebut adalah:

1. Pengaruh dan perbedaan pengaruh *pengungkapan* baik terhadap volume perdagangan saham maupun terhadap *return* saham.

Pengaruh keberadaan pengungkapan perusahaan terhadap indikator-indikator keuangan, dalam hal ini volume perdagangan yang di-*proxy* dengan Trading Volume Activity (TVA) dan *return* saham yang di-*proxy* dengan *abnormal return* saham, akan diuji melalui hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

H₁: Rata-rata TVA dalam periode 3 hari setelah pengungkapan lebih besar dibandingkan dengan rata-rata TVA dalam periode 3 hari sebelum pengungkapan

H₂: Rata-rata abnormal return saham dalam periode 3 hari setelah pengungkapan lebih besar dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* dalam periode 3 hari sebelum pengungkapan.

2. Pengaruh *tingkat pengungkapan* terhadap volume perdagangan saham maupun *return* saham

Tingkat pengungkapan yang dilakukan perusahaan akan dikelompokkan menjadi tingkat pengungkapan komprehensif atau tidak komprehensif dan perusahaan yang melakukan pengungkapan dikelompokkan menjadi perusahaan yang melakukan pengungkapan secara komprehensif dan perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan secara komprehensif. Selanjutnya pengaruh tingkat pengungkapan akan diuji melalui hipotesis-hipotesis di bawah ini:

H₃: Rata-rata TVA setelah pengungkapan antara perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi secara komprehensif lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan informasi secara komprehensif.

H₄: Rata-rata *abnormal return* saham setelah pengungkapan antara perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi secara komprehensif lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang *tidak* melakukan pengungkapan informasi secara komprehensif.

3. Kecenderungan *tingkat pengungkapan* perusahaan dilihat dari skala, struktur pembiayaan dan posisi laba perusahaan akan diuji melalui hipotesis-hipotesis di bawah ini:

H₅: Terdapat pengaruh tingkat pengungkapan terhadap rata-rata TVA perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

H₆: Terdapat pengaruh tingkat pengungkapan terhadap rata-rata *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

H₇: Terdapat pengaruh ukuran, struktur pembiayaan dan posisi laba perusahaan terhadap kecenderungan tingkat pengungkapan perusahaan.

Pengujian hipotesis secara statistik dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan rumusan hipotesis statistik sebagai berikut:

1. Hipotesis Pertama

$$H_{10} : \mu_{TVA_2} < \mu_{TVA_1}$$

$$H_{1a} : \mu_{TVA_2} > \mu_{TVA_1}$$

Dimana:

μ_{TVA_1} = Rata-rata TVA dalam periode 3 hari *sebelum* pengungkapan

μ_{TVA_2} = Rata-rata TVA dalam periode 3 hari *setelah* pengungkapan

2. Hipotesis Kedua

$$H_{20} : \mu_{AR_2} \leq \mu_{AR_1}$$

$$H_{2a} : \mu_{AR_2} > \mu_{AR_1}$$

Dimana:

μ_{AR_1} = Rata-rata *abnormal return* dalam periode 3 hari *sebelum* pengungkapan

μ_{AR_2} = Rata-rata *abnormal return* dalam periode 3 hari *setelah* pengungkapan

3. Hipotesis Ketiga

$$H_{30} : \mu_{TVA-CDC} \leq \mu_{TVA-NDC}$$

$$H_{3a} : \mu_{TVA-CDC} > \mu_{TVA-NDC}$$

Dimana:

$\mu_{TVA-CDC}$ = Rata-rata TVA dalam periode 3 hari setelah pengungkapan kelompok perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan komprehensif (*CDC*)

$\mu_{TVA-NDC}$ = Rata-rata TVA dalam periode 3 hari setelah pengungkapan kelompok perusahaan yang tidak memiliki tingkat pengungkapan komprehensif (*NDC*)

4. Hipotesis Keempat

$$H_{40} : \mu_{AR-CDC} \leq \mu_{AR-NDC}$$

$$H_{4a} : \mu_{AR-CDC} > \mu_{AR-NDC}$$

Dimana:

μ_{AR-CDC} = Rata-rata *abnormal return* dalam periode 3 hari setelah pengungkapan kelompok perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan komprehensif (*CDC*)

μ_{AR-NDC} = Rata-rata *abnormal return* dalam periode 3 hari setelah pengungkapan kelompok perusahaan yang tidak memiliki tingkat pengungkapan komprehensif (*NDC*)

5. Hipotesis Kelima

$$H_{50} : \beta_{DSCORE-1} = 0$$

$$H_{5a} : \beta_{DSCORE-1} \neq 0$$

Dimana:

$\beta_{DSCORE-1}$ = *Slope* atau koefisien persamaan regresi untuk variabel *DSCORE* dengan variabel dependen "*likuiditas saham*"

6. Hipotesis Keenam

$$H_{60} : \beta_{DSCORE-2} = 0$$

$$H_{6a} : \beta_{DSCORE-2} \neq 0$$

Dimana:

$\beta_{DSCORE-2}$ = *Slope* atau koefisien persamaan regresi untuk variabel *DSCORE* dengan variabel dependen "*return saham*".

7. Hipotesis Ketujuh

$$H_{70} : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$$H_{7a} : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 \neq 0$$

Dimana:

β_i = Slope atau koefisien persamaan regresi untuk variabel-variabel independen ($i = 1, 2, 3, 4$)

III. PEMILIHAN SAMPEL, DESKRIPSI DAN OPERASIONALISASI VARIABEL

A. POPULASI PENELITIAN DAN SAMPEL PENELITIAN

Populasi sasaran dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sampai dengan tahun 2002. Data dari populasi yang dibutuhkan adalah data pada periode tahun 2000 sampai dengan 2002. Adapun dasar pertimbangan pemilihan periode tiga tahun tersebut adalah karena kondisi perekonomian Indonesia berada dalam kondisi normal dan mengalami pertumbuhan yang relatif stabil.

Penentuan jumlah sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini mengacu kepada penentuan ukuran sampel dengan penentuan sampel secara acak (*random sampling*). Pengambilan *random sample*⁴ dilakukan secara acak dari populasi yang telah ditentukan sebelumnya. Dari populasi sebanyak sekitar 300 perusahaan penulis mengambil 60 perusahaan secara acak. Karena periode pengamatan dalam penelitian ini adalah selama 3 tahun, maka akan dihasilkan 180 unit pengamatan⁵.

Salah satu asumsi yang mendasari pemilihan sampel serta pengujian yang akan dilakukan adalah bahwa dalam rentang waktu dua minggu sebelum dan setelah *cut off date*⁶ perusahaan tidak melakukan *corporate action* seperti *right issue*, *merger* atau akuisisi dan aktivitas lainnya yang secara signifikan mempengaruhi pergerakan harga saham perusahaan. Perusahaan sampel yang melakukan hal tersebut dalam rentang waktu yang telah ditentukan akan dikeluarkan dari sampel.

⁴ Menurut Agung (1992:15), pengertian sampel random adalah himpunan unit/elemen observasi yang dipilih sedemikian rupa sehingga unit/elemen dalam populasi mempunyai peluang yang sama untuk terpilih

⁵ Jumlah 180 unit pengamatan atau unit sampel (berupa *perusahaan-tahun*) tersebut bukan merupakan jumlah akhir sampel penelitian karena masih harus diseleksi melalui serangkaian seleksi berdasarkan nilai *DCSORE*.

⁶ *Cut off date* ini berarti tanggal penerimaan *annual report* masing-masing perusahaan ke Bapepam atau mengacu kepada *tanggal pengungkapan* dalam penelitian ini ($t=0$ dalam perhitungan statistik). Dalam banyak penelitian *event studies* digunakan istilah "*event date*" yang memiliki pengertian yang sama dengan *cut off date* dalam penelitian ini.

dijelaskan sebelumnya, pengambilan sampel ini dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa hal, antara lain:

- Ketersediaan data-data penunjang seperti laporan tahunan, data-data harga saham dan volume perdagangan, data laporan keuangan dan lain sebagainya.
- Waktu tercatatnya perusahaan tersebut di bursa. Perusahaan yang tercatat di bursa setelah tahun 2001 dikeluarkan dari sampel.
- Pertimbangan *corporate action*. Perusahaan yang melakukan *corporate action* dalam kurun waktu dua minggu sebelum dan sesudah *cut off date* dikeluarkan dari sampel.

Dari hasil pengambilan sampel sebanyak 60 perusahaan diperoleh 180 *perusahaan-tahun* karena unit penelitian ini adalah *perusahaan-tahun*. Dari 180 unit sampel tersebut selanjutnya dilakukan proses penyaringan berdasarkan nilai *DSCORE* masing-masing sampel. Unit sampel yang tergolong ke dalam *grey area*⁷ dalam proses *ranking* akan dikeluarkan dari sampel. Dari hasil pengelompokan (*pooling*) seluruh perusahaan sampel berdasarkan nilai *DSCORE*, sebanyak 71 perusahaan masuk ke dalam *grey area*. Dengan demikian, jumlah sampel akhir penelitian ini berjumlah 109 unit sampel atau *perusahaan-tahun* dengan rincian 51 perusahaan tergolong ke dalam perusahaan yang melakukan pengungkapan komprehensif (CDC) dan 58 perusahaan tergolong ke dalam perusahaan yang *tidak* melakukan pengungkapan komprehensif (NDC).

B. TINGKAT PENGUNGKAPAN INFORMASI (*DISCLOSURE LEVEL*)

Tingkat pengungkapan informasi (*disclosure level*) merupakan tingkat kelengkapan dan komprehensifitas penyajian informasi perusahaan melalui *annual report* yang juga menggambarkan tingkat kesesuaian (*conformity*) penyampaian informasi dengan ketentuan yang berlaku. Tingkat pengungkapan ini telah digunakan dalam banyak penelitian seperti Botosan (1997), Demsets (1968), Copeland dan Galat (1983), Amihud dan Mendelson (1986) dan Diamond dan Verrechia (1991). Baik tingkat pengungkapan ataupun kualitas pengungkapan memerlukan proses kuantifikasi untuk memudahkan perhitungan dalam penelitian. Botosan (1997) menggunakan *DSCORE* sebagai variabel yang menggambarkan perhitungan *disclosure index* untuk tiap perusahaan berdasarkan serangkaian rangkuman dari beberapa kategori utama dalam *annual report* yang diberikan skor tertentu tergantung dari keberadaan dan seberapa komprehensif informasi yang disampaikan dalam masing-masing kategori. Dalam penelitian ini penulis mengacu kepada penentuan dan perhitungan *disclosure index* yang digunakan oleh Botosan (1997) tentunya dengan modifikasi tertentu agar sesuai dengan kondisi perusahaan-perusahaan di Indonesia.

⁷ *grey area* adalah perusahaan yang memiliki nilai *DSCORE* yang berada pada perbatasan antara kelompok CDC dan NDC

C. PROSES *POOLING* SAMPEL PENELITIAN

Proses pengelompokan perusahaan ke dalam ketiga kelompok perusahaan dilakukan dengan melihat nilai rata-rata dan simpangan baku nilai *DSCORE*. Dari proses tersebut dapat disimpulkan proses pengelompokan perusahaan-perusahaan sampel sebagai berikut:

- Unit sampel dengan nilai *DSCORE* lebih besar dari 56 (lima puluh enam) dikelompokkan ke dalam perusahaan yang melakukan pengungkapan secara komprehensif
- Unit sampel dengan nilai *DSCORE* kurang dari 36 (tiga puluh enam) dikelompokkan ke dalam perusahaan yang *tidak* melakukan pengungkapan secara komprehensif
- Unit sampel dengan nilai *DSCORE* antara 36 (tiga puluh enam) dan 56 (lima puluh enam) dikelompokkan ke dalam *grey area* dan dikeluarkan dari sampel penelitian.

Adapun distribusi pengungkapan perusahaan-perusahaan sampel selama kurun waktu pengamatan per tahun adalah sebagai berikut:

Tabel 1: Distribusi Pengungkapan Perusahaan Sampel

Company Group	Tahun			Total
	2000	2001	2002	
CDC	14 (27,45%)	17 (33,33%)	20 (39,22%)	51 (46,79%)
NDC	27 (46,55%)	18 (31,03%)	13 (22,41%)	58 (53,21%)
Total	41 (37,61%)	35 (32,11%)	33 (30,28%)	109 (100%)

Berdasarkan tabel di atas terlihat adanya tren peningkatan jumlah emiten dalam sampel penelitian yang melaporkan pengungkapan komprehensif dalam laporan tahunan di satu sisi dan adanya tren penurunan jumlah emiten dalam sampel penelitian yang tidak melaporkan pengungkapan secara komprehensif dalam laporan tahunan di sisi lainnya selama tahun-tahun pengamatan. Jika dalam tahun 2000, persentase *comprehensive disclosure* masih jauh lebih rendah dari *non-comprehensive disclosure*, maka terlihat di tahun 2003 keadaan tersebut berbalik di mana *comprehensive disclosure* memiliki persentase melebihi *non-comprehensive disclosure*. Namun demikian, secara agregat persentase perusahaan yang melaporkan pengungkapan komprehensif dalam laporan tahunannya sebesar 46,79% masih lebih rendah dibandingkan persentase perusahaan yang tidak melaporkan pengungkapan secara komprehensif dalam laporan tahunannya (sebesar 53,21%).

D. METODE ANALISIS

D.1. Analisis Tingkat Pengungkapan

Tahap awal di dalam analisis yang dilakukan adalah dengan terlebih dahulu menentukan dua komponen penting di dalam pengukuran tingkat pengungkapan perusahaan, yaitu *disclosure items* dan perhitungan *disclosure index*. Penjabaran mengenai kedua hal

tersebut akan diberikan secara rinci pada pembahasan masing-masing komponen tersebut di bawah ini. Analisis tingkat pengungkapan tersebut dilakukan dengan menganalisis laporan tahunan (*annual report*) masing-masing perusahaan sampel untuk periode tahun 2000 hingga 2002.

Penggunaan *annual report* sebagai *proxy* untuk tingkat pengungkapan didasarkan atas pertimbangan bahwa *annual report* telah digunakan dalam banyak penelitian-penelitian sebelumnya seperti Botosan (1997) dan Sengupta (1998) ataupun Sari (2002) dan Komalasari (2000). Menurut Lang dan Lundholm (1993) dalam Botosan (1997), pengungkapan dalam *annual report* berhubungan secara positif dengan jumlah pengungkapan yang dilakukan perusahaan melalui media lain. Selain itu *annual report* juga secara umum dianggap sebagai salah satu sumber yang penting dalam informasi perusahaan dan di Indonesia khususnya, *annual report* seringkali dijadikan sebagai acuan baik untuk tujuan praktis dalam berinvestasi maupun untuk tujuan penelitian dan pengungkapan lainnya seringkali mengacu kepada *annual report* itu sendiri.

D.2. Penentuan Disclosure Items

Disclosure items merupakan sekumpulan komponen atau bagian dari pengungkapan perusahaan baik pengungkapan wajib (*mandatory disclosures*) maupun pengungkapan sukarela (*voluntary disclosures*) yang akan dijadikan acuan dalam menentukan tingkat komprehensifitas pengungkapan perusahaan sampel. Penggunaan baik pengungkapan wajib atau sukarela didasarkan atas dua alasan, yaitu:

- Penggunaan pengungkapan wajib sebagai salah satu komponen dalam *disclosure index* dilakukan untuk melihat sejauh mana tingkat kepatuhan perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEJ dan kesesuaian informasi yang disajikan perusahaan tersebut terhadap peraturan yang berlaku. Hal ini didasarkan atas pertimbangan bahwa pasar modal Indonesia masih berada pada taraf berkembang sehingga kesesuaian dan kepatuhan para emiten seringkali luput dari pengamatan para investor umumnya.
- Penggunaan pengungkapan sukarela mengacu kepada penelitian yang dilakukan Botosan (1997) dan dalam penelitian ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa dari pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan dapat dilihat tingkat keinginan dan kreatifitas perusahaan dalam upayanya untuk memberikan informasi yang memberi nilai tambah di luar pengungkapan yang telah disyaratkan oleh Peraturan Bapepam.

Singkatnya, pengungkapan sukarela memang lebih tepat untuk menilai tingkat pengungkapan perusahaan. Namun dengan melihat kondisi pasar modal di Indonesia sebagaimana dijelaskan di atas, penulis memutuskan untuk menggunakan kedua jenis pengungkapan yang dilakukan perusahaan.

D.3. Perhitungan Disclosure Index

Perhitungan *disclosure index* dilakukan dengan membandingkan kesesuaian isi *annual report* dengan *disclosure items*. Hasil perhitungan tersebut akan berupa *disclosure scores (DSCORE)* yang akan dilakukan melalui beberapa tahap yang harus dilalui dalam menentukan pengelompokan perusahaan-perusahaan yang terpilih sebagai sampel tersebut. Tahap-tahap dalam perhitungan *disclosure index* adalah sebagai berikut:

a. Proses Indexing

Proses *indexing* adalah proses penentuan skor atau penilaian masing-masing perusahaan sampel dengan menggunakan *disclosure score (DSCORE)* yang dihitung berdasarkan perbandingan antara *annual report* perusahaan sampel dengan kriteria-kriteria kategori utama *annual report* yang telah ditetapkan sebelumnya dalam *disclosure items*.

Disclosure items tersebut dibuat dengan mengacu kepada peraturan Bapepam mengenai pengungkapan informasi perusahaan yang harus disajikan ataupun yang bersifat sukarela dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEJ berdasarkan laporan tahunan (*annual report*) perusahaan-perusahaan tersebut pada tahun 2000 sampai dengan 2002. Adapun langkah-langkah dalam proses *indexing* tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Setiap *annual report* perusahaan sampel akan dinilai tingkat kelengkapan dan kesesuaiannya dengan kriteria-kriteria untuk tiap-tiap kategori di dalam perhitungan *disclosure index* dengan menggunakan skor tertentu.
- b. Nilai *indexing* dari setiap kategori akan ditimbang dengan bobot yang sama untuk masing-masing kategori dan kemudian akan dijumlahkan dan dirata-ratakan untuk tiap-tiap perusahaan sampel. Dari proses ini akan didapat nilai *DSCORE* dari masing-masing perusahaan sampel.
- c. Nilai akhir *indexing* atau *DSCORE* seluruh perusahaan sampel dari point a di atas selanjutnya akan dikumpulkan untuk menentukan *ranking* masing-masing perusahaan sampel.

b. Proses Ranking

Proses *ranking* ini merupakan kelanjutan dari proses *indexing* di mana perusahaan akan diurutkan berdasarkan nilai *DSCORE* mereka berdasarkan urutan terbesar ke urutan terkecil (*descending*).

c. Proses Pooling

Dari hasil *ranking* atau penentuan urutan perusahaan berdasarkan nilai *indexing*-nya selanjutnya akan ditentukan pengelompokan (*pooling*) perusahaan ke dalam ketiga kelompok perusahaan yang dilakukan dengan mengikuti langkah-langkah berikut ini:

- a. Dari data hasil perhitungan *DSCORE* perusahaan sampel, dilakukan perhitungan rata-rata (*mean*) *DSCORE* beserta simpangan baku (*standard deviation*) seluruh perusahaan sampel.

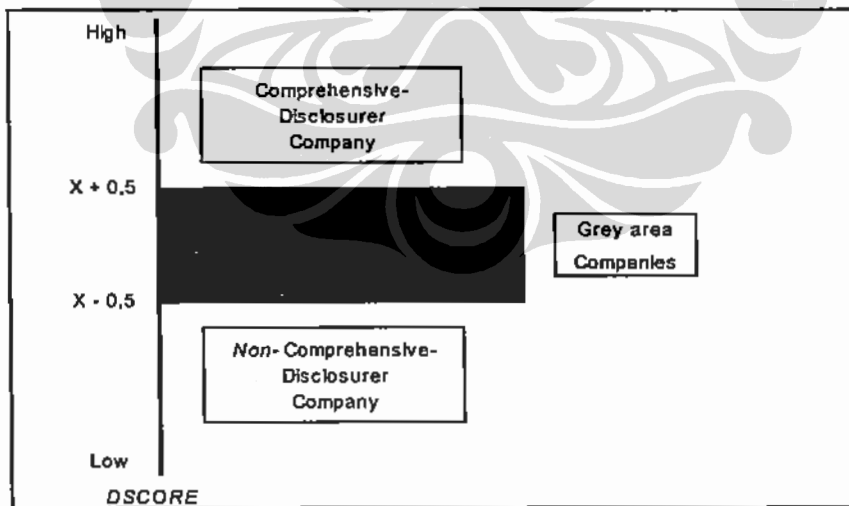
- b. Berdasarkan rata-rata dan simpangan baku tersebut, selanjutnya ditentukan batas-batas untuk ketiga kelompok perusahaan.
- c. Langkah terakhir adalah penentuan kelompok masing-masing perusahaan sampel ke dalam dua kelompok perusahaan karena perusahaan sampel yang masuk ke dalam *grey area* akan secara otomatis dikeluarkan dari sampel.

Dengan demikian dari hasil *pooling* tersebut akan dihasilkan 3 (tiga) kelompok perusahaan, yaitu:

- (1) Perusahaan yang secara komprehensif mengungkapkan informasi keuangannya atau *comprehensive disclosure company (CDC)*
- (2) Perusahaan yang secara *tidak* komprehensif mengungkapkan informasi keuangannya atau *non-comprehensive disclosure company (NDC)*
- (3) Perusahaan yang berada pada *grey area*. Perusahaan yang berada pada kelompok *grey area* ini selanjutnya akan dikeluarkan dari sampel dengan pertimbangan bahwa perbandingan akan lebih meyakinkan mengingat perbandingan nilai *DSCORE* antara kedua kelompok perusahaan akan menjadi lebih jelas dan meyakinkan.

Dengan demikian, dari hasil *pooling* ini nantinya hanya akan dihasilkan dua kelompok perusahaan, yaitu *comprehensive disclosure company (CDC)* dan *non-comprehensive disclosure company (NDC)*. Skema penilaian dalam proses *ranking* dapat dilihat pada gambar 1.

Gambar 1: Skema Pengelompokan Perusahaan Sampel



Sumber: Analisis Penulis

D.4. Penentuan Range untuk Grey Area

Dalam menentukan batas untuk *grey area* pertama-tama dilakukan perhitungan rata-rata *DSCORE* dari keseluruhan perusahaan sampel. Selanjutnya diperhitungkan juga nilai standar deviasi untuk *DSCORE* tersebut, dimana penentuan batas atas dan batas bawah untuk *grey area* ditentukan dengan:

- Batas atas: $\bar{X} + 0,5\sigma$
- Batas bawah: $\bar{X} - 0,5\sigma$

Dimana: \bar{X} = rata-rata *DSCORE*, dan
 σ = standar deviasi *DSCORE*

D.5. Pengukuran Perubahan Likuiditas Saham

Secara umum likuiditas saham diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA). TVA menggambarkan porsi saham yang diperdagangkan terhadap total jumlah saham perusahaan yang beredar pada suatu waktu tertentu. TVA dihitung dengan menggunakan rumus yang diperkenalkan oleh Foster (1986:375) sebagai berikut:

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Number of shares of firm, traded in time,}}{\text{Number of shares of firm, outstanding in time,}}$$

Setelah TVA setiap perusahaan sampel diketahui, selanjutnya dihitung rata-rata volume perdagangan untuk seluruh perusahaan sampel selama *event window* dengan menggunakan rumus di bawah ini:

$$\bar{XTVA}_{i,t} = \frac{\sum_{j=1}^n TVA_{i,t}}{n}$$

Perubahan likuiditas saham yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata likuiditas harga saham perusahaan selama periode pengamatan.

D.6. Perhitungan Abnormal Return

Perhitungan *abnormal return* dengan metode *event study* akan dilakukan dengan menggunakan *market adjusted model*. Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* pasar pada saat peristiwa. Alasan penggunaan *market adjusted model* dikarenakan pasar modal di Indonesia seperti diketahui memiliki nilai dan volume transaksi perdagangan yang relatif sedikit, hal ini merupakan salah satu ciri dalam pasar modal yang sedang berkembang. Harga saham di bursa cenderung bergerak hanya pada hari-hari atau peristiwa tertentu saja. Sehingga dalam

menggunakan *market adjusted model* tidak akan ditemui kesulitan dikarenakan perdagangan di sekitar hari pengumuman cenderung lebih banyak. *Market adjusted model* digunakan karena selain alasan di atas juga memiliki efektivitas yang tidak kalah dari model-model lainnya (Brown 1980).

Abnormal return (AR_{it}) diperoleh melalui dua tahap. Tahap pertama merupakan selisih dari *return* aktual atau *return* sesungguhnya (R_{it}) yang kemudian dikurangi dengan *return market* (R_{mt}) yang diperoleh dari tahap kedua.

$$R_{it} = \frac{(IHSI_t) - (IHSI_{t-1})}{(IHSI_{t-1})}$$

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_t) - (IHSG_{t-1})}{(IHSG_{t-1})} \quad AR_{it} = (R_{it}) - (R_{mt})$$

Dimana:

AR_{it} = *Abnormal return* untuk sekuritas ke-*i* pada hari ke-*t*

R_{mt} = *Return market* pada hari ke-*t*

R_{it} = *Return* untuk sekuritas ke-*i* pada hari ke-*t*

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan

IHSI = Indeks Harga Saham Individu/Perusahaan sampel

D.7. Perhitungan Rata-Rata Abnormal Return

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk masing-masing perusahaan maupun untuk masing-masing kelompok perusahaan melainkan dengan menguji rata-rata *abnormal return* secara *cross section* untuk tiap-tiap hari pada periode pengamatan. Pengujian *cross section* dilakukan lebih kepada untuk melihat keberadaan *abnormal return* pada periode pengamatan (*event window*). Rata-rata *abnormal return* untuk hari ke-*t* dapat dihitung dengan rumus:

$$RRAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Dimana:

$RRAR_t$ = Rata-rata *Abnormal return* pada hari ke-*t*

AR_{it} = *Abnormal return* untuk sekuritas ke-*i* pada hari ke-*t*

k = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

t = *Event window*

Abnormal return yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan selama periode pengamatan. Pengukuran tersebut dilakukan melalui beberapa tahap, yaitu:

- a. Menghitung *abnormal return* untuk tiap perusahaan sampel berdasarkan data-data *return* saham selama tiga hari sebelum dan sesudah *cut off date*.
- b. Menghitung rata-rata *abnormal return* untuk tiap-tiap hari pada periode pengamatan baik untuk seluruh perusahaan maupun menurut kelompok perusahaan. Perhitungan untuk masing-masing kelompok perusahaan (baik CDC maupun NDC) pada bagian ini dilakukan hanya untuk data *abnormal return* saham setelah *cut off date*.
- c. Membandingkan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *cut off date* untuk masing-masing perusahaan sampel serta untuk kedua kelompok perusahaan yang telah ditentukan sebelumnya untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik di antara masing-masing perusahaan sampel sebelum dan sesudah *cut off date* dan kedua kelompok perusahaan tersebut setelah *cut off date*. Perbedaan perhitungan rata-rata *abnormal return* untuk tiap perusahaan sampel yang dilakukan sebelum dan sesudah *cut off date* dalam point a dan b di atas dimaksudkan untuk melihat terlebih dahulu apakah memang terdapat pengaruh tingkat pengungkapan terhadap *abnormal return* dengan melihat perbandingan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *cut off date*. Apabila ternyata memang terbukti bahwa terdapat pengaruh tingkat pengungkapan terhadap *return* saham dari pengujian di atas maka pengujian selanjutnya adalah membandingkan *abnormal return* saham tersebut setelah *cut off date* untuk kedua kelompok perusahaan. Pengujian dilakukan hanya untuk periode setelah *cut off date* dilakukan dengan alasan bahwa pengujian ini hanya untuk melihat pengaruh pengungkapan perusahaan terhadap *return* saham setelah pengungkapan tersebut dilaporkan atau dipublikasikan untuk kedua jenis pengungkapan yang dilakukan perusahaan, baik komprehensif ataupun tidak komprehensif. Oleh karenanya pengujian untuk periode pengamatan sebelum dan sesudah *cut off date* menjadi tidak relevan karena telah terbukti pada pengujian sebelumnya.
- d. Pengujian untuk melihat pengaruh *pengungkapan* dilakukan untuk periode tiga hari sebelum dan sesudah *cut off date* dengan asumsi bahwa pengaruh pengungkapan akan tersebar dalam hari-hari dalam pengamatan tersebut tanpa dapat dipastikan kapan tepatnya hal tersebut terjadi. Sedangkan data *return* saham yang digunakan dalam pengujian untuk melihat besarnya pengaruh tingkat pengungkapan (*hipotesis 5 dan 6*) adalah *abnormal return* saham *sehari* setelah adanya tingkat pengungkapan yang di-*proxy* oleh nilai *DSCORE* dengan asumsi bahwa tingkat informasi berupa pengungkapan tersebut langsung berpengaruh terhadap atau tercermin dalam *return* saham perusahaan.



D.8. Tes Signifikansi Abnormal Return

Pengujian statistik terhadap *abnormal return* mempunyai tujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode pengamatan. Signifikansi yang dimaksudkan ialah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol. Untuk maksud ini digunakan *t*-test. Pengujian statistik ini dapat dilakukan dengan berdasarkan standar deviasi return hari ke-*t* secara *cross section* selama periode peristiwa.

Cara ini menghitung *standard error* estimasi langsung pada periode peristiwa, adalah dengan menggunakan rumus di bawah ini:

$$SEE_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (AR_{it} - \overline{AR}_t)^2}{k-1}} \times \frac{1}{\sqrt{k}}$$

Dimana: SEE_t = *Standard error* estimasi untuk hari ke-*t* pada *event window*

AR_{it} = *Abnormal Return* sekuritas ke-*i* untuk hari ke-*t* pada *event window*

\overline{AR}_t = Rata-rata *abnormal return* *k*-sekuritas untuk hari ke-*t* pada *event window*

k = Jumlah sekuritas

Sehingga *t*-test yang digunakan adalah sebagai berikut: $t\text{-test} = \frac{\overline{RTN}_t}{SEE_t}$

Dikarenakan *t*-test didasarkan pada hipotesis nol yang menyatakan rata-rata *abnormal return* adalah sama dengan nol, jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif tidak ditolak yang berarti *abnormal return* tidak sama dengan satu dan signifikan secara statistik.

IV. PENGUJIAN HIPOTESIS DAN HASIL PENELITIAN EMPIRIS

A. PENGUJIAN PENGARUH SERTA PERBEDAAN PENGARUH PENGUNGKAPAN (*DISCLOSURES*)

Pengujian pengaruh serta perbedaan pengaruh pengungkapan⁸ dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan pengujian beda dua rata-rata. Dengan asumsi bahwa jumlah sampel yang digunakan dalam masing-masing kelompok adalah ukuran sampel kecil, maka uji statistik yang digunakan adalah uji *t*.

⁸ Dalam penelitian ini pengungkapan dibedakan dengan tingkat pengungkapan dimana pengungkapan mengacu kepada keberadaan pengungkapan (*annual report*) sedangkan tingkat pengungkapan mengacu kepada tingkat komprehensifitas informasi dalam *annual report* yang di-*proxy* dengan nilai *DScore*

Dalam penelitian ini kedua pengujian di atas akan diuji dengan hipotesis 1 sampai hipotesis 4 dengan rincian hipotesis 1 dan 2 digunakan untuk menguji pengaruh pengungkapan sedangkan hipotesis 3 dan 4 digunakan untuk menguji perbedaan pengaruh pengungkapan terhadap kedua kelompok perusahaan.

B. PENGUJIAN PENGARUH TINGKAT PENGUNGKAPAN (*DISCLOSURE LEVEL*)

Pengujian pengaruh tingkat pengungkapan terhadap likuiditas saham dan harga saham dilakukan dengan menggunakan pengujian regresi sederhana. Analisis regresi sederhana tersebut digunakan untuk melihat seberapa besar pengaruh pengungkapan baik terhadap variabel likuiditas saham ataupun rata-rata *abnormal return* saham.

Adapun model regresi yang digunakan yaitu:

$$Y_i = \alpha + \beta \text{DSCORE}_i + \varepsilon_i$$

Dimana:

Y_i = likuiditas saham atau rata-rata *abnormal return* saham.

DSCORE_i = nilai *DSCORE* masing-masing sampel

Dalam penelitian ini pengujian di atas akan diuji dengan *hipotesis 5* dan *hipotesis 6*

C. PENGUJIAN KECENDERUNGAN TINGKAT PENGUNGKAPAN

Pengujian pengaruh ukuran, struktur pembiayaan dan posisi laba perusahaan terhadap kecenderungan tingkat pengungkapan yang dilakukan perusahaan dilakukan dengan menggunakan pengujian regresi berganda. Analisis regresi berganda dengan menggunakan model regresi logistik digunakan untuk melihat kecenderungan perusahaan dalam melakukan pengungkapan dilihat dari ukuran perusahaan, struktur pembiayaan serta posisi laba-rugi perusahaan.

Adapun model regresi yang digunakan yaitu:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 \text{TOT_AST}(1)_i + \beta_2 \text{TOT_AST}(2)_i + \beta_3 \text{DER}_i + \beta_4 \text{POS_LAB}_i + \varepsilon_i$$

Di mana:

Y_i = Pengungkapan perusahaan-*i* (*corporate disclosure*) yang merupakan variabel dikotomis (*dichotomis variables*) dimana 1 = komprehensif dan 0 = tidak komprehensif

$\text{TOT_AST}_{(n),i}$ = Ukuran/skala perusahaan sampel yang dikelompokkan menjadi 3 kategori

DER_i = *Debt to Equity ratio* sampel yang dikelompokkan menjadi 2 kategori

POS_LAB_i = Posisi Laba-rugi, yang merupakan variabel *dummy*, di mana 1 = posisi laba dan 0 = posisi rugi

Karena nilai Y hanya memiliki dua kemungkinan, 1 atau 0, yang masing-masing mewakili pengungkapan yang komprehensif atau tidak komprehensif, maka probabilitanya adalah:

$$p = P(Y=1), \text{ atau} \\ = P(\text{"pengungkapan komprehensif"})$$

Sementara persamaan logistik yang digunakan adalah:

$$\ln\left[\frac{p}{1-p}\right] = \alpha + \beta_1 TOT_AST(1) + \beta_2 TOT_AST(2) + \beta_3 DER + \beta_4 POS_LAB$$

Dengan menyelesaikan persamaan diatas dapat diperkirakan kemungkinan sebuah perusahaan, berdasarkan ukuran, struktur pembiayaan serta posisi laba yang dilaporkannya dalam melakukan pengungkapan yang komprehensif yang akan diuji dengan *hipotesis 7*.

D. HASIL PENELITIAN EMPIRIS

D.1. Pengujian Pengaruh Pengungkapan

Pengujian untuk melihat pengaruh pengungkapan bertujuan untuk melihat pengaruh keberadaan laporan tahunan terhadap likuiditas maupun *return* saham. Pengujian kedua hal tersebut dilakukan melalui pengujian hipotesis 1 dan hipotesis 2.

D.1.1. Pengujian Hipotesis 1

Hasil analisis statistik rata-rata *Trading Volume Activity (ATVA)* untuk keseluruhan perusahaan sampel dapat dilihat dalam tabel 2 di bawah ini:

Tabel 2: Hasil analisis rata-rata TVA (dalam%)

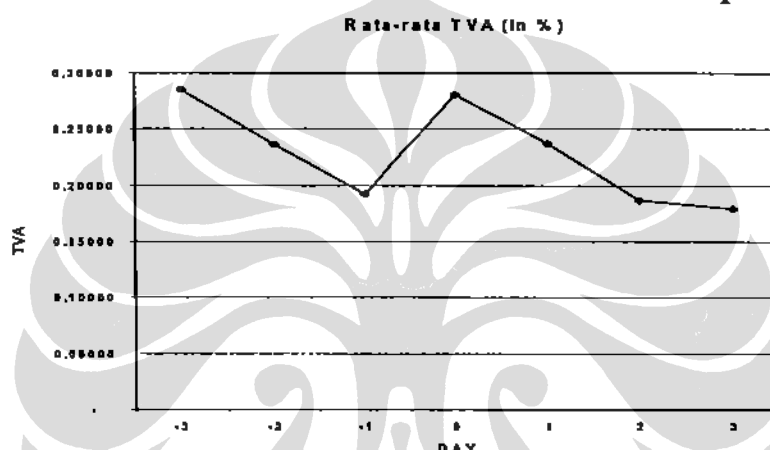
Hari	ATVA	t-statistik	p-value
-3	0,2853	3,083	0,003
-2	0,2361	3,893	0,000
-1	0,1921	4,150	0,000
0	0,2806	2,388	0,019
1	0,2378	2,703	0,008
2	0,1870	3,335	0,001
3	0,1794	3,627	0,000

Berdasarkan nilai *p-value* di atas terlihat bahwa ternyata rata-rata TVA pada seluruh hari pengamatan signifikan pada $\alpha=5\%$. Secara spesifik untuk periode setelah pengungkapan perusahaan (hari 1, 2 dan 3) terlihat bahwa hasil ini membuktikan bahwa memang terdapat pengaruh pengungkapan perusahaan terhadap rata-rata TVA saham seluruh perusahaan sampel. Hasil pengujian di atas menunjukkan adanya signifikansi rata-rata TVA baik sebelum maupun sesudah pengungkapan yang akan dijadikan dasar dalam pengujian selanjutnya.

Selain itu dari hasil pengujian signifikansi rata-rata TVA untuk sebelum dan sesudah pengungkapan terlihat bahwa memang rata-rata TVA untuk sebelum maupun setelah pengungkapan signifikan pada $\alpha=5\%$ dengan *p-value* masing-masing sebesar 0,000 dan 0,002.

Grafik rata-rata *abnormal return* untuk seluruh perusahaan sampel dapat dilihat dalam gambar 2.

Gambar 2: Grafik Rata-rata TVA Perusahaan Sampel



Dari grafik di atas terlihat bahwa rata-rata TVA meningkat signifikan pada saat pengumuman pengungkapan (hari ke-0) sampai dengan hari kedua setelah pengungkapan. Hal ini menunjukkan bahwa para investor memang memanfaatkan informasi yang diungkapkan perusahaan melalui laporan tahunannya meskipun *trend* tersebut terus menurun pada dua hari setelahnya. Pengujian yang akan dilakukan sehubungan dengan hal di atas, melalui hipotesis 1, adalah perbedaan rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengungkapan. Hasil analisis pengujian hipotesis 1 tersebut dapat dilihat dalam tabel 3 di bawah ini:

Tabel 3: Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Periode	ATVA	Perbedaan	t-statistic	p-value	Kesimpulan Analisis
Sebelum Pengungkapan	0,2378	0,036	1,074	0,285	Terima Ho
Setelah Pengungkapan	0,2014				

Dari tabel di atas terlihat bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* selama 3 hari sebelum pengungkapan memang terlihat lebih tinggi dibandingkan setelah pengungkapan. Hal ini tentu saja tidak mendukung hipotesis pengujian yang menduga adanya peningkatan TVA setelah perusahaan melakukan pengungkapan. Selain itu karena nilai *p-value* untuk pengujian tersebut lebih besar dibandingkan nilai $\alpha=5\%$, maka secara statistik, hipotesis

yang menyatakan bahwa rata-rata TVA setelah adanya pengungkapan perusahaan lebih besar dari sebelum adanya pengungkapan tidak dapat dibuktikan.

D.1.2. Pengujian Hipotesis 2

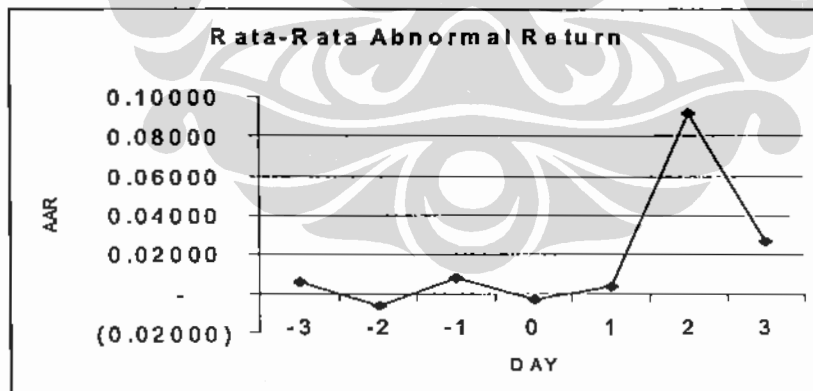
Hipotesis kedua menguji apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah pengungkapan perusahaan. Namun demikian, sebelum dilakukan pengujian tersebut, terlebih dahulu dilakukan pengujian untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama periode pengamatan.

Tabel 4 dan gambar 3 di bawah ini menampilkan analisis statistik dan grafik rata-rata *abnormal return* untuk keseluruhan perusahaan sampel.

Tabel 4: Hasil analisis rata-rata *Abnormal Return*

Hari	AAR	t statistik	p-value
-3	0.00583	0.775	0.440
-2	(0.00586)	-1.238	0.218
-1	0.00813	1.565	0.121
0	(0.00283)	-0.645	0.521
1	0.00313	0.743	0.459
2	0.09221	0.920	0.359
3	0.02701	1.131	0.260

Gambar 3: Grafik rata-rata *Abnormal Return* perusahaan sample

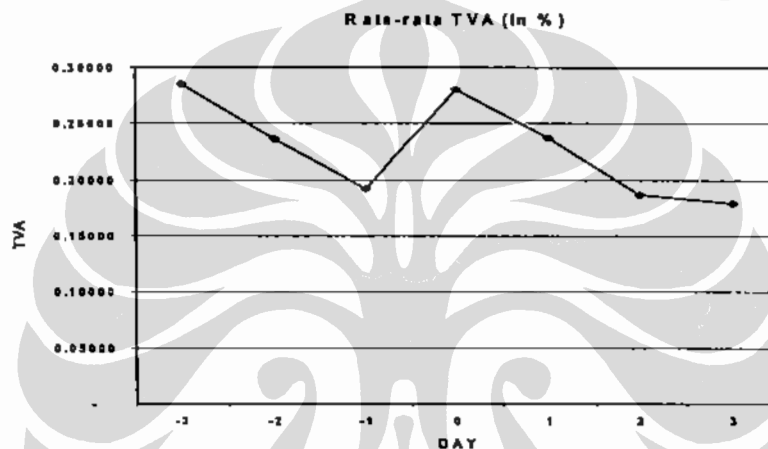


Berdasarkan nilai *p-value* dalam tabel 4 di atas terlihat bahwa ternyata tidak ada rata-rata *abnormal return* pada seluruh hari pengamatan yang signifikan pada $\alpha=5\%$ (atau bahkan pada $\alpha=10\%$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh pengumuman pengungkapan perusahaan terhadap rata-rata *abnormal return* saham seluruh perusahaan sampel. Hasil ini juga terlihat dari pengujian signifikansi *abnormal return* yang dilakukan di mana diperoleh nilai *p-value* yang tidak signifikan (pada taraf $\alpha=5\%$) baik untuk sebelum maupun sesudah pengungkapan dengan nilai *p-value* masing-masing sebesar 0.364

Selain itu dari hasil pengujian signifikansi rata-rata TVA untuk sebelum dan sesudah pengungkapan terlihat bahwa memang rata-rata TVA untuk sebelum maupun setelah pengungkapan signifikan pada $\alpha=5\%$ dengan *p-value* masing-masing sebesar 0,000 dan 0,002.

Grafik rata-rata *abnormal return* untuk seluruh perusahaan sampel dapat dilihat dalam gambar 2.

Gambar 2: Grafik Rata-rata TVA Perusahaan Sampel



Dari grafik di atas terlihat bahwa rata-rata TVA meningkat signifikan pada saat pengumuman pengungkapan (hari ke-0) sampai dengan hari kedua setelah pengungkapan. Hal ini menunjukkan bahwa para investor memang memanfaatkan informasi yang diungkapkan perusahaan melalui laporan tahunannya meskipun *trend* tersebut terus menurun pada dua hari setelahnya. Pengujian yang akan dilakukan sehubungan dengan hal di atas, melalui hipotesis 1, adalah perbedaan rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengungkapan. Hasil analisis pengujian hipotesis 1 tersebut dapat dilihat dalam tabel 3 di bawah ini:

Tabel 3: Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Periode	ATVA	Perbedaan	t-statistic	p-value	Kesimpulan Analisis
Sebelum Pengungkapan	0,2378	0,036	1,074	0,285	Terima Ho
Setelah Pengungkapan	0,2014				

Dari tabel di atas terlihat bahwa rata-rata *Trading Volume Activity* selama 3 hari sebelum pengungkapan memang terlihat lebih tinggi dibandingkan setelah pengungkapan. Hal ini tentu saja tidak mendukung hipotesis pengujian yang menduga adanya peningkatan TVA setelah perusahaan melakukan pengungkapan. Selain itu karena nilai *p-value* untuk pengujian tersebut lebih besar dibandingkan nilai $\alpha=5\%$, maka secara statistik, hipotesis

yang menyatakan bahwa rata-rata TVA setelah adanya pengungkapan perusahaan lebih besar dari sebelum adanya pengungkapan tidak dapat dibuktikan.

D.1.2. Pengujian Hipotesis 2

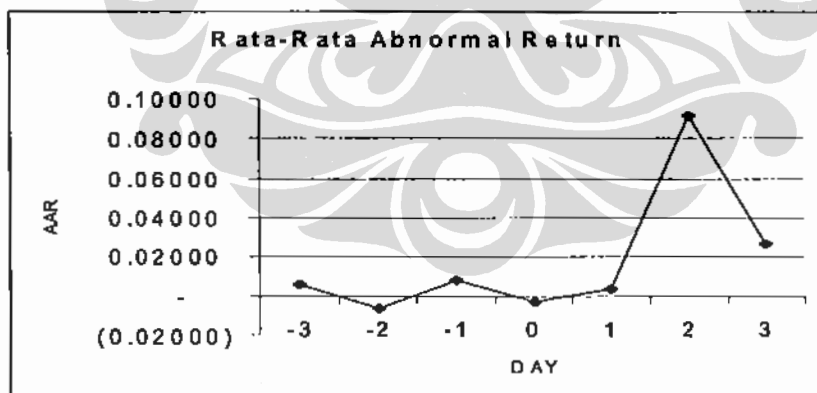
Hipotesis kedua menguji apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah pengungkapan perusahaan. Namun demikian, sebelum dilakukan pengujian tersebut, terlebih dahulu dilakukan pengujian untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang terjadi selama periode pengamatan.

Tabel 4 dan gambar 3 di bawah ini menampilkan analisis statistik dan grafik rata-rata *abnormal return* untuk keseluruhan perusahaan sampel.

Tabel 4: Hasil analisis rata-rata *Abnormal Return*

Hari	AAR	t statistik	p-value
-3	0.00583	0.775	0.440
-2	(0.00586)	-1.238	0.218
-1	0.00813	1.565	0.121
0	(0.00283)	-0.645	0.521
1	0.00313	0.743	0.459
2	0.09221	0.920	0.359
3	0.02701	1.131	0.260

Gambar 3: Grafik rata-rata *Abnormal Return* perusahaan sample



Berdasarkan nilai *p-value* dalam tabel 4 di atas terlihat bahwa ternyata tidak ada rata-rata *abnormal return* pada seluruh hari pengamatan yang signifikan pada $\alpha=5\%$ (atau bahkan pada $\alpha=10\%$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh pengumuman pengungkapan perusahaan terhadap rata-rata *abnormal return* saham seluruh perusahaan sampel. Hasil ini juga terlihat dari pengujian signifikansi *abnormal return* yang dilakukan di mana diperoleh nilai *p-value* yang tidak signifikan (pada taraf $\alpha=5\%$) baik untuk sebelum maupun sesudah pengungkapan dengan nilai *p-value* masing-masing sebesar 0.364

dan 0.237. Namun demikian pengujian hipotesis kedua yang akan dilakukan bukan semata-mata didasarkan atas signifikan atau tidaknya *abnormal return* tersebut namun lebih kepada ada tidaknya *abnormal return* pada periode pengamatan yang dilakukan.

Pengujian yang akan dilakukan melalui hipotesis 2 ini adalah perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengungkapan. Hasil analisis pengujian hipotesis 2 tersebut dapat dilihat dalam tabel 5 di bawah ini:

Tabel 5: Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

Periode	ATVA	Perbedaan	t-statistic	p-value	Kesimpulan Analisis
Sebelum Pengungkapan	0,0027	-0,038	-1,097	0,275	Terima Ho
Setelah Pengungkapan	0.0408				

Dari tabel di atas terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* selama 3 hari setelah pengungkapan memang terlihat lebih tinggi dibandingkan sebelum pengungkapan namun perbedaan tersebut tidak signifikan secara statistik. Dari grafik dalam gambar 3 juga memang sebetulnya terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* bergerak naik setelah adanya pengungkapan perusahaan dan mencapai puncaknya pada hari ke-2 setelah pengumuman hingga mencapai 9,2%. Kemungkinan terjadinya *abnormal return* tertinggi pada 2 hari setelah tanggal pengumuman adalah karena keterlambatan investor dalam mengantisipasi informasi yang disampaikan perusahaan karena informasi yang terkandung dalam laporan tahunan perusahaan membutuhkan analisis lebih lanjut.

D.2. Pengujian Perbedaan Pengaruh Pengungkapan

D.2.1. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis 3 dilakukan untuk melihat apakah terdapat perbedaan rata-rata TVA antara kelompok perusahaan yang melaporkan pengungkapan secara komprehensif (CDC) dengan kelompok perusahaan yang *tidak* melaporkan pengungkapan secara komprehensif (NDC). Hasil pengujian hipotesis ini dapat dilihat pada tabel 6 di bawah ini.

Tabel 6: Hasil Pengujian Hipotesis Ketiga

Periode	ATVA	Perbedaan	t-statistic	p-value	Kesimpulan Analisis
Sebelum Pengungkapan	0,3656	0,308	2,412	0,020	Tolak Ho
Setelah Pengungkapan	0,0574				

Dari tabel di atas terlihat bahwa rata-rata TVA perusahaan yang tergolong ke dalam kelompok CDC memiliki rata-rata TVA lebih besar sebesar 0,308 dibandingkan rata-rata TVA perusahaan yang tergolong ke dalam kelompok NDC. Selain itu dari tabel tersebut kita juga dapat melihat nilai probabilitas (*p-value*) untuk pengujian perbedaan kedua rata-rata TVA antara kedua kelompok perusahaan tersebut yaitu 0.02 dan berada di bawah $\alpha=5\%$ sehingga secara statistik, hipotesis yang menyatakan bahwa rata-rata TVA saham perusahaan-perusahaan kelompok CDC setelah pengungkapan lebih besar dibandingkan saham perusahaan-perusahaan kelompok NDC dapat diterima. Adanya perbedaan rata-rata TVA yang signifikan secara statistik ini menunjukkan bahwa pengungkapan perusahaan yang dilakukan secara komprehensif akan memberikan nilai tambah bagi perusahaan atau dengan kata lain para investor memanfaatkan informasi yang terkandung dalam pengungkapan perusahaan melalui laporan tahunannya yang tercermin dari lebih besarnya volume perdagangan saham bagi kelompok perusahaan CDC.

D.2.2. Pengujian Hipotesis 4

Pengujian hipotesis 4 dilakukan untuk melihat apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* antara kelompok perusahaan yang melaporkan pengungkapan secara komprehensif (CDC) dengan kelompok perusahaan yang *tidak* melaporkan pengungkapan secara komprehensif (NDC). Hasil pengujian hipotesis ini dapat dilihat pada tabel 7 di bawah ini:

Tabel 7: Hasil Pengujian Hipotesis Keempat

Kelompok Perusahaan	AAR	Perbedaan	t-statistic	p-value	Kesimpulan Analisis
Comprehensive Disclosure Company (CDC)	0,0172	-0,0518	-1,699	0,488	Terima H_0
Non-comprehensive Disclosure Company (NDC)	0,0690				

Dari tabel di atas terlihat bahwa ternyata rata-rata *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang tergolong ke dalam kelompok yang melakukan pengungkapan secara komprehensif (CDC) jauh lebih kecil dibandingkan perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam kelompok yang *tidak* melakukan pengungkapan secara komprehensif (NDC). Nilai probabilitas (*p-value*) sebesar 0.488 berada di atas nilai $\alpha=5\%$ sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan kelompok CDC setelah pengungkapan lebih besar dibandingkan saham perusahaan-perusahaan kelompok NDC tidak dapat diterima.

D.3. Pengujian Pengaruh Tingkat Pengungkapan

D.3.1. Pengujian Hipotesis 5

Pengujian hipotesis 5 dilakukan untuk melihat apakah terdapat pengaruh tingkat pengungkapan terhadap likuiditas saham perusahaan-perusahaan sampel. Pengujian dilakukan dengan meregresikan nilai *DSCORE* perusahaan sampel dengan rata-rata *TVA*-nya. Hasil regresi pengujian hipotesis ini adalah sebagai berikut:

$$ATVA = -0.0428 + 0.00586DSCORE$$

Dari hasil output regresi yang dihasilkan, terlihat bahwa persamaan regresi di atas memiliki koefisien determinasi (R^2) yang sangat kecil yaitu 0.029 atau 2.9%. Artinya hanya 2.9% rata-rata *TVA* yang bisa dijelaskan oleh atau tergantung dari tingkat pengungkapan perusahaan. Selain itu dari uji t untuk melihat pengujian hipotesis kelima terlihat bahwa koefisien variabel *DSCORE* memiliki nilai t-hitung sebesar 1.788 dengan nilai probabilitas (*p-value*) 0,077 dan lebih besar dari nilai $\alpha=0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel bebas *DSCORE* tidak dapat menjelaskan atau mempengaruhi rata-rata *TVA* secara signifikan.

D.3.2. Pengujian Hipotesis 6

Seperti halnya hipotesis 5, pengujian hipotesis 6 juga dilakukan untuk melihat pengaruh variabel *DSCORE*. Hanya saja dalam pengujian hipotesis ke-6 ini variabel tak bebasnya adalah rata-rata *abnormal return (RAR)*. Adapun persamaan regresi yang didapat adalah:

$$RAR = 0.0304 - 0.00026DSCORE$$

Dari hasil output regresi terlihat bahwa persamaan regresi di atas memiliki koefisien determinasi (R^2) yang sangat kecil yaitu 0.001 atau 0.1%. Artinya hanya 0.1% rata-rata *abnormal return* yang bisa dijelaskan oleh atau tergantung dari tingkat pengungkapan perusahaan. Selain itu dari uji t untuk melihat pengujian hipotesis kelima terlihat bahwa koefisien variabel *DSCORE* memiliki nilai t-hitung sebesar -0,57 dengan nilai probabilitas (*p-value*) 0,727 (lebih besar dari nilai $\alpha = 0,05$). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel bebas *DSCORE* tidak dapat menjelaskan atau mempengaruhi rata-rata *abnormal return* secara signifikan.

D.4. Pengujian Kecenderungan Tingkat Pengungkapan Perusahaan

D.4.1. Pengujian Hipotesis 7

Pengujian hipotesis 7 ditujukan untuk melihat kecenderungan tingkat pengungkapan

perusahaan dilihat dari skala perusahaan, struktur pembiayaan serta posisi laba. Untuk mengetahui hubungan antara variabel-variabel bebas kategorik tersebut dengan kecenderungan tingkat pengungkapan perusahaan digunakan regresi logistik, dimana variabel bebas dalam regresi adalah skala perusahaan (yang diproksi dengan nilai total aset), struktur pembiayaan (diproksi dengan DER) serta posisi laba dan variabel terikat adalah tingkat pengungkapan perusahaan (diproksi dengan nilai *DScore*). Dari perhitungan menggunakan program SPSS diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\ln(p/1-p) = 1,331 - 3,206 \text{ TOT_AST}(1) - 2,332 \text{ TOT_AST}(2) + 0,324 \text{ DER} + 1,331 \text{ POS_LAB}$$

E. ANALISIS HASIL REGRESI LOGISTIK

Berikut adalah tabel-tabel yang merupakan bagian dari *output* regresi logistik yang akan digunakan untuk menjelaskan hasil perhitungan regresi logistik untuk menguji kecenderungan tingkat pengungkapan perusahaan.

Tabel 8: Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke
			R Square
1	123.320	.222	.296

Tabel 9: Output Hasil Regresi Logit (*Variables in the Equation*)

Step 1 ^a		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
	TR TT AS			13.304	2	0.001	
	TR TT AS(1)	-3.206	0.89	12.975	1	0	0.041
	TR TT AS(2)	-2.332	0.851	7.504	1	0.006	0.097
	TR DER	0.324	0.487	0.443	1	0.506	1.383
	POS LAB	1.084	0.503	4.652	1	0.031	2.957
	Constant	1.331	0.838	2.525	1	0.112	3.785

^a Variable(s) entered on step 1: TR TT AS, TR DER, POS LAB.

Dari tabel 8 terlihat bahwa nilai *-2 log likelihood* persamaan regresi yang didapat adalah sebesar 123,320. Dengan angka sedemikian besar maka dapat disimpulkan bahwa model yang terdiri dari seluruh variabel signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$, sehingga hipotesis nol yang menyatakan bahwa semua parameter yang kita duga adalah nol ditolak secara statistik atau dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa model regresi yang terbentuk di atas secara keseluruhan signifikan dan merupakan model yang baik. Hal ini dipertegas dengan hasil output dari tabel 9 dimana hampir seluruh variabel bebas signifikan pada $\alpha=5\%$ dan memiliki nilai *slope* tertentu.

Nilai *intercept* atau konstanta sebesar 1,331 berarti bahwa peluang perusahaan dengan nilai total aset sebesar lebih dari 10 trilyun (kelompok 3) dan rasio DER kurang dari atau sama dengan 1,5 kali serta memiliki posisi laba 1 (melaporkan laba) akan memiliki peluang sebesar 79,60% untuk memberikan pengungkapan yang komprehensif. Perhitungan tersebut dilakukan sebagai berikut:

$$\ln(p/1-p) = 1,331$$

$$(p/1-p) = e^{1,331}$$

$$p = \{ e^{1,331} / (1 + e^{1,331}) \}$$

$$p = 0,7960 \text{ atau } 79,60\%$$

Selanjutnya, masih dari data dalam tabel 9, *slope* TOT_AST(1) sebesar -3,206 (bertanda negatif) memiliki arti bahwa perusahaan yang berada dalam kelompok dengan nilai total aset kurang dari 900 miliar (kelompok 1) memiliki peluang yang lebih kecil untuk melakukan pengungkapan komprehensif dibandingkan perusahaan yang termasuk kelompok 3 dengan nilai total aset lebih dari 10 trilyun. Hal ini dapat pula dilihat dari nilai *odd ratio* atau nilai Exp(B) untuk variabel TOT_AST(1) tersebut, yaitu sebesar 0.041 yang berarti kelompok perusahaan dengan nilai total aset kurang dari 900 miliar mempunyai peluang 0,041 kali perusahaan perusahaan yang termasuk kelompok 3 dengan nilai total aset lebih dari 10 trilyun. Hal yang sama juga berlaku untuk variabel TOT_AST(2) dimana nilai *slope*-nya adalah sebesar -2,332 dan nilai Exp(B) sebesar 0,097. Dari perbandingan *slope* ataupun nilai Exp(B) antara kedua variabel (variabel TOT_AST(1) dan TOT_AST(2)) yang merupakan perbandingan tersebut, terlihat bahwa nilai *slope* TOT_AST(1) lebih besar dari nilai *slope* TOT_AST(2) atau nilai Exp(B) TOT_AST(1) lebih kecil dari nilai *slope* TOT_AST(2) yang menunjukkan bahwa semakin besar nilai total aset perusahaan dibandingkan dengan nilai aset pembanding yaitu kelompok 3 (nilai aset lebih dari 10 trilyun) maka perusahaan akan cenderung memberikan pengungkapan yang lebih komprehensif.

Variabel bebas DER (TR_DER dalam tabel 9) memiliki nilai *slope* sebesar 0,324 namun tidak signifikan pada $\alpha=5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya porsi hutang dalam komposisi modal perusahaan tidak terbukti signifikan secara statistik atau dengan kata lain hipotesis yang menyatakan bahwa ketika perusahaan memiliki porsi hutang yang tinggi akan cenderung memberikan pengungkapan yang kurang komprehensif tidak dapat dibuktikan.

Sedangkan untuk variabel bebas POS_LAB, terlihat bahwa nilai *slope*-nya positif sebesar 1,331 dan signifikan pada $\alpha=5\%$. Hal ini menunjukkan bahwa posisi laba perusahaan secara signifikan mempengaruhi tingkat pengungkapan perusahaan. Dengan kata lain kecenderungan perusahaan yang memiliki laba untuk memberikan pengungkapan yang komprehensif adalah sebesar 2,957 atau hampir 3 kali dibandingkan perusahaan yang melaporkan rugi dalam laporan keuangannya.

V. KESIMPULAN

Hasil pengujian tentang pengaruh pengungkapan informasi perusahaan menunjukkan bahwa pengungkapan informasi yang dilakukan perusahaan melalui laporan tahunan kemungkinan belum dijadikan sebagai salah satu sumber informasi yang penting dan menentukan dalam proses pengambilan keputusan investasi oleh para investor yang tercermin dari volume perdagangan serta *return* saham yang diperdagangkan. Hal ini dipertegas dan diperkuat dengan hasil analisis regresi terhadap variabel *return* saham yang menyimpulkan bahwa pengaruh tingkat pengungkapan informasi terhadap variabel tersebut memang sangat kecil.

Hasil pengujian tentang perbedaan pengaruh pengungkapan informasi perusahaan menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh pengungkapan informasi yang dilakukan perusahaan yang melaporkan pengungkapan informasi secara komprehensif dengan perusahaan yang *tidak* melaporkan pengungkapan informasi secara komprehensif. Namun demikian perbedaan tersebut hanya tercermin dari volume perdagangan saham tetapi tidak tercermin dari *return* saham yang diperdagangkan. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat komprehensifitas informasi yang terkandung dalam laporan tahunan secara signifikan hanya mempengaruhi aktivitas atau volume perdagangan saham perusahaan-perusahaan yang memberikan pengungkapan informasi secara komprehensif tetapi tidak memberikan *abnormal return* kepada para investor.

Pengujian pengaruh tingkat pengungkapan menunjukkan bahwa, baik untuk pengaruh tingkat pengungkapan perusahaan (berdasarkan nilai *DSCORE*) terhadap likuiditas saham (melalui variabel rata-rata TVA) maupun *return* saham (melalui variabel rata-rata *abnormal return*), tingkat pengungkapan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat untuk mempengaruhi keputusan investasi para investor di pasar modal Indonesia atau dengan kata lain perhatian investor terhadap pengungkapan perusahaan melalui laporan tahunan masih sangat kecil. Mereka belum menggunakan laporan tahunan perusahaan sebagai salah satu sumber informasi yang penting dalam membuat keputusan investasi dalam pasar modal terutama dalam bentuk saham. Hal lain yang dapat disimpulkan adalah bahwa semakin besar skala perusahaan serta ketika perusahaan melaporkan adanya laba akan memberikan kecenderungan yang tinggi bagi perusahaan untuk semakin komprehensif dalam memberikan pengungkapannya baik kepada investor maupun kepada publik melalui laporan tahunan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung, I.G. N. 200. *Metode Penelitian Sosial: Pengertian dan Pemakaian Praktis*, Jilid 1, Jakarta:PT Gramedia Pustaka Utama
- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M Morton, and M.S.Harris .2002. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs, *The Accounting Review* (77):867-890.
- Alhusin, S. 2001. *Aplikasi Statistik Praktis dengan SPSS 9*, edisi ke-2. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Bodie, Z., A. Kane, and A. J Marcus.2002. *Investments, 5th edition*. Mc-Graw-Hill
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting review* (72).
- Diamond, D. W. and R. E. Verrechia .1991. Disclosure Liquidity and the Cost of Capital. *Journal of Finance* (September):1325-1360.
- Foster, G.1986. *Financial Statement Analysis*, Englewood Cliffs, 2nd edition. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Gart, A.1992. *Handbook of the Moneyand capital Market*. Connecticut:Greenwood
- Hair, J. F., R.E. Anderson, R. L. Tatham and W. C. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis. 5th Edition*. New Jersey:Prentice Hall.
- Komalasari, P.T. 2000. *Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital*. Makalah. Simposium Nasional Akuntansi III. Universitas Indonesia dan IAI: 907-929.
- Lang, M., and R. Lundholm.1993.*Cross Sectional Determinantas of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. Journal of Accounting Research* (31):246-27.
- .1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour. *Accounting Review* (71):467-492.

- Mian, Shehzad L., and C.W. Smith, Jr. 1990. Incentives Associated with Changes in Consolidated Reporting Requirements, *Journal of Accounting and Economics* (13)
- Nachrowi, N. D., dan H. Usman. 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometri, Pendekatan Populer dan Praktis Dilengkapi Teknik Analisis dan Pengolahan Data Menggunakan Paket Program SPSS*. Jakarta: PT Radja Grafindo Persada
- Badan Pengawas Pasar Modal. 1996. *Peraturan Nomor VIII.G.2, Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-38/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996*
- Ross S. A., R. W. Westerfield and J. F. Jaffe .2002. *Corporate Finance*, 6th ed. Boston: Mc-Graw Hill
- Saleh, M. 2001. *Analisis Likuiditas Saham dan Perubahan Harga Saham Berdasarkan Praktik Perataan Laba di Bursa Efek Jakarta*. Tesis .Universitas Padjadjaran, Bandung
- Sari, Maya. 2002. *Pengaruh Tingkat Disclosure terhadap Cost of Debt—Studi Empiris atas Obligasi yang tercatat pada Bursa Efek Surabaya*. Tesis. Universitas Indonesia, Depok
- Sitanggang, J. 2002. *Faktor-faktor Penentu Tingkat Pengungkapan Sukarela serta Pengaruh Pengungkapan Sukarela Terhadap Tingkat Likuiditas dan Volatilitas Harga Saham*. Disertasi. Universitas Indonesia, Depok
- Tandelilin, E. 2000. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.