

## **PENGARUH TRANSPARANSI TERHADAP KONSEKUENSI EKONOMIK: STUDI EMPIRIS DI PASAR MODAL INDONESIA**

*Dody Hapsoro \*)*

### **Abstract**

The objective of this study is to investigate the effect of company's transparency on the economic consequences. The company's transparency consists of two variables, which are the level of non-compliance mandatory disclosures and the level of voluntary disclosures. The economic consequences consist of three variables, which are the bid-ask spreads, the trading volume, and the share price volatility.

In this study, have been developed 6 hypotheses. All hypotheses are developed based on the relationship between of two constructs, which are the company's transparency and the economic consequences. This study uses the sample of 285 firms listed at the Jakarta Stock Exchange and the Surabaya Stock Exchange in 2003. The hypotheses are tested by using ordinary least squares regressions.

The results of this study are as follows: (1) the effect of the non-compliance mandatory disclosures on the bid-ask spreads is statistically significant, (2) the effect of the voluntary disclosures on the bid-ask spreads is statistically significant, (3) the effect of the non-compliance mandatory disclosures on the trading volume is statistically significant, (4) the effect of the voluntary disclosures on trading volume is statistically significant, (5) the effect of the non-compliance man-

datory disclosures on the share price volatility is statistically not significant, (6) the effect of the voluntary disclosures on the share price volatility is statistically not significant.

**Keywords:** the company's transparency (non-compliance mandatory disclosures and voluntary disclosures) and the economic consequences (bid-ask spreads, trading volume, and share price volatility).

### **Pendahuluan**

#### **Latar Belakang Masalah**

Sesuai teori ekonomi dinyatakan bahwa komitmen perusahaan untuk meningkatkan tingkat *disclosure* seharusnya dapat menurunkan komponen asimetri informasi biaya modal. Hubungan utama antara teori ekonomi dengan pemikiran akuntansi (*accounting thought*) adalah adanya dugaan bahwa komitmen perusahaan yang lebih besar terhadap pengungkapan informasi (*disclosure*) seharusnya dapat menurunkan biaya modal yang terjadi karena adanya asimetri informasi. Gambaran ringkas secara teori ekonomi tentang hubungan antara pengungkapan informasi dengan biaya modal dapat dijelaskan sebagai berikut. Asimetri informasi menimbulkan biaya sehubungan

---

\*) Dr. Dody Hapsoro, MBA., MSPA., Akuntan adalah Dosen Tetap Jurusan Akuntansi STIE YKPN Yogyakarta.

dengan adanya *adverse selection* di dalam transaksi antara perusahaan dengan pemegang saham atau antara pembeli dengan penjual saham perusahaan.

Dalam situasi riil, *adverse selection* pada umumnya termanifestasi dalam bentuk terjadinya penurunan tingkat likuiditas saham perusahaan (Copeland and Galai, 1983; Kyle, 1985; Glosten and Milgrom, 1985). Agar investor potensial tidak berusaha menahan atau mempertahankan (*hold*) saham yang dimilikinya di dalam pasar yang tidak likuid, maka perusahaan harus bersedia mengeluarkan modal dengan suatu tingkat diskonto. Calon investor akan lebih tertarik untuk memiliki saham yang ditawarkan oleh perusahaan dengan suatu tingkat diskonto. Namun, diskonto akan mengakibatkan terjadinya penerimaan kas (*proceeds*) yang lebih kecil bagi perusahaan dan selanjutnya meningkatkan biaya modal.

Komitmen perusahaan untuk meningkatkan *disclosure* akan mengurangi kemungkinan terjadinya asimetri informasi, baik antara perusahaan dengan pemegang saham atau di antara pembeli dengan penjual potensial saham perusahaan. Hal tersebut, selanjutnya akan mengurangi diskonto saham perusahaan yang dijual dan akhirnya menurunkan biaya pengeluaran modal (Diamond and Verrecchia, 1991; Baiman and Verrecchia, 1996).

Meskipun teori yang menghubungkan antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal perusahaan sudah cukup kuat (*compelling*), namun sedemikian jauh studi empiris masih menunjukkan hasil yang belum konklusif. Menurut Leuz and Verrecchia (2000), hal tersebut disebabkan oleh adanya kesulitan di dalam pengukuran biaya modal dan pengestimasiannya secara langsung terhadap hubungan tersebut. Salah satu penjelasan potensial terhadap hasil studi empiris yang belum konklusif mengenai hubungan antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal di antara berbagai hasil studi adalah karena selama ini sebagian besar penelitian dilakukan dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan yang terdaftar secara publik di Amerika Serikat yang menggunakan standar pelaporan keuangan berdasarkan US *Generally Accepted Accounting Principles* (US-GAAP), dimana lingkungan *disclosure* di Amerika Serikat sudah sangat mapan (*already rich*). Sebagai akibatnya, manfaat dari adanya komitmen perusahaan untuk meningkatkan *disclosure*

pada umumnya hanya bersifat tambahan (*incremental*) dan dampaknya terhadap konsekuensi ekonomik masih sulit untuk dibuktikan secara empiris.

Sebaliknya, tingkat *disclosure* di negara-negara lain yang tidak menggunakan US-GAAP pada umumnya dikritik karena secara relatif berkualitas rendah. Oleh karena itu, studi tentang hubungan antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal di negara-negara sedang berkembang yang pada umumnya lingkungan *disclosure*nya masih belum mapan, diekspektasi akan memberi manfaat dalam bentuk terjadinya peningkatan konsekuensi ekonomik yang substansial. Hal tersebut didasari alasan bahwa perubahan dari standar pelaporan yang rendah kepada standar pelaporan yang tinggi dipandang mencerminkan adanya peningkatan komitmen substansial perusahaan terhadap kualitas *disclosure* yang lebih baik. Perusahaan yang memilih standar lebih tinggi (IAS/International Accounting Standard atau US-GAAP) seharusnya dapat membuktikan diperolehnya manfaat ekonomik secara terukur dalam bentuk terjadinya penurunan komponen asimetri informasi biaya modal.

### Permasalahan Penelitian

Masih sedikit studi empiris yang berusaha membuktikan pengaruh peningkatan *disclosure* terhadap konsekuensi ekonomik. Salah satu di antaranya adalah Leuz and Verrecchia (2000) yang menguji hubungan antara tingkat *disclosure* dengan konsekuensi ekonomik untuk perusahaan-perusahaan Jerman yang telah mengubah (*switched*) dari standar pelaporan keuangan Jerman kepada standar pelaporan keuangan internasional. Tingkat *disclosure* sesuai Standar Jerman (German GAAP) banyak dikritik, karena secara relatif tergolong rendah. Sehubungan dengan adanya kritik tersebut, beberapa perusahaan Jerman mencoba mengadopsi "standar pelaporan yang diterima secara internasional" yang dianggap mempunyai persyaratan *disclosure* lebih tinggi dibandingkan dengan standar Jerman. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan Jerman tersebut telah menggunakan IAS atau US-GAAP dan tidak lagi menggunakan Standar Jerman di dalam pelaporan keuangan kepada pasar modal.

Proksi yang digunakan oleh Leuz and Verrecchia (2000) untuk mengukur konsekuensi ekonomik adalah *bid-ask spread* (bentang tawar-minta), *trading volume* (volume perdagangan saham), dan *share price volatility* (volatilitas harga saham). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai komitmen terhadap IAS atau US-GAAP mempunyai persentase bentang tawar-minta yang lebih rendah dan volume perdagangan saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang menggunakan German GAAP. Perbedaan tersebut secara ekonomis dan statistis adalah signifikan setelah dilakukan pengendalian terhadap berbagai karakteristik perusahaan (ukuran aktiva, jumlah pemegang saham, dan status *listing*). Namun, penelitian tersebut tidak berhasil membuktikan terjadinya penurunan terhadap volatilitas harga saham.

Sedangkan hasil penelitian Bailey, Karolyi, and Salva (2004) terhadap perusahaan-perusahaan non-Amerika Serikat ketika *listing* saham di Amerika Serikat menunjukkan bahwa peningkatan *disclosure* secara statistis mempunyai konsekuensi ekonomik yang signifikan. Di dalam penelitian tersebut, proksi yang digunakan untuk mengukur konsekuensi ekonomik adalah volatilitas *return* (*return volatility*) dan volume perdagangan saham. Penelitian-penelitian di atas menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki komitmen untuk memberikan tingkat pengungkapan informasi yang tinggi akan mempunyai kesempatan untuk memberikan manfaat ekonomik yang lebih besar bagi investornya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat komitmen pengungkapan informasinya rendah.

Hasil studi Leuz dan Oberholzer-Gee (2003) dengan jelas menunjukkan bahwa tingkat ketaatan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia terhadap pengungkapan wajib adalah rendah. Oleh karena itu, peneliti tertarik untuk meneliti pengaruh tingkat pengungkapan informasi terhadap konsekuensi ekonomik di Indonesia. Hal tersebut didasari kenyataan bahwa lingkungan *disclosure* di negara yang sedang berkembang pada umumnya adalah belum mapan, sehingga komitmen perusahaan untuk meningkatkan tingkat *disclosure* diekspektasi akan menghasilkan konsekuensi ekonomik yang substansial. Bentuk konsekuensi ekonomik yang diterima investor akan

tercermin melalui terjadinya penurunan bentang tawar-minta, peningkatan volume perdagangan saham, dan penurunan volatilitas harga saham.

Berdasarkan uraian di atas, selanjutnya dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut: apakah perusahaan publik di Indonesia yang dikelola secara terbuka akan menghasilkan konsekuensi ekonomik bagi investor, yaitu dalam bentuk terjadinya penurunan bentang tawar-minta, peningkatan volume perdagangan saham, dan penurunan volatilitas harga saham?

### Motivasi Penelitian

Sebagaimana dikemukakan sebelumnya bahwa di dalam lingkungan *disclosure* yang sudah mapan, tidak ditemukan tambahan manfaat ekonomik yang substansial bagi perusahaan-perusahaan yang telah meningkatkan *disclosure*. Meskipun teori yang menghubungkan antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal sudah sangat kuat/meyakinkan, namun sampai saat ini studi empiris di Amerika Serikat masih menunjukkan hasil yang belum konklusif.

Penelitian di Indonesia menjadi penting dan relevan dilakukan karena lingkungan *disclosure* di Indonesia pada umumnya belum mapan, sehingga melalui penelitian ini diharapkan akan dapat dibuktikan secara empiris bahwa peningkatan *disclosure* akan menghasilkan konsekuensi ekonomik yang substansial dibandingkan dengan yang terjadi di Amerika Serikat. Oleh karena itu, peneliti termotivasi untuk menguji apakah komitmen perusahaan di Indonesia terhadap *disclosure* akan menghasilkan konsekuensi ekonomik yang substansial bagi investor.

### Tujuan Penelitian

Secara umum tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh transparansi terhadap konsekuensi ekonomik. Sedangkan secara khusus, tujuan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Menguji pengaruh tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib terhadap bentang tawar-minta.
2. Menguji pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap bentang tawar-minta.

3. Menguji pengaruh tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib terhadap volume perdagangan saham.
4. Menguji pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap volume perdagangan saham.
5. Menguji pengaruh tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib terhadap volatilitas harga saham.
6. Menguji pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap volatilitas harga saham.

### Telaah Literatur dan Perumusan Hipotesis

#### Telaah Literatur

Dalam beberapa waktu terakhir, berbagai studi telah dilakukan untuk menguji hubungan antara *disclosure* dengan biaya modal perusahaan. Namun, hasilnya masih belum konklusif dan tergantung pada ukuran *disclosure* serta rancangan penelitian yang digunakan. Botosan (1997) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal, akan tetapi hanya untuk perusahaan yang diikuti oleh sedikit analis. Dengan menggunakan indeks yang serupa untuk perusahaan-perusahaan asing yang memperdagangkan sahamnya di pasar ekuitas Amerika Serikat, Botosan and Frost (1998) menemukan asosiasi yang signifikan antara likuiditas dengan ketepatan waktu (*timeliness*), tetapi bukan dengan tingkat *disclosure*.

Welker (1995) dan Sengupta (1998) menggunakan *rating* analisis tentang keseluruhan kebijakan *disclosure* perusahaan dan menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai *disclosure* lebih tinggi secara rata-rata memiliki bentang tawar-minta dan biaya utang yang lebih rendah pada waktu penerbitan saham. Healy, Hutton, and Palepu (1999) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang secara terus menerus meningkatkan *rating disclosure* menunjukkan adanya perbaikan di dalam sejumlah variabel, termasuk di antaranya bentang tawar-minta.

Studi Greenstein and Sami (1994) serta Boone (1998) menunjukkan adanya dampak yang spesifik sehubungan dengan terjadinya perubahan pelaporan yang diwajibkan terhadap bentang tawar-minta. Namun, tingkat signifikansi dampak tersebut secara relatif

adalah rendah. Bartov and Bodnar (1996) menguji apakah perbedaan asimetri informasi dapat menjelaskan lebih banyak tentang pilihan akuntansi yang informatif, sedangkan Leuz and Verrecchia (2000) berusaha menunjukkan adanya penurunan komponen asimetri informasi biaya modal sehubungan dengan terjadinya perubahan pelaporan. Piotroski (1999) menemukan bahwa perluasan *disclosure* segmen adalah berhubungan dengan revisi positif taksiran analis dan kenaikan tingkat kapitalisasi *earnings*, tetapi ia tidak mampu membuktikan terjadinya perubahan likuiditas secara signifikan.

Masih sedikit studi yang secara eksplisit mempertimbangkan pengadopsian sejumlah standar akuntansi yang berbeda. Auer (1998) menguji perubahan volatilitas harga saham dan faktor beta perusahaan-perusahaan Swis yang telah mengadopsi IAS. Ia menemukan adanya penurunan volatilitas yang kecil dan tidak signifikan serta tidak terjadi perubahan di dalam faktor beta. Ashbaugh and Pincus (1999) menyelidiki keakuratan kesalahan taksiran analis sebelum dan sesudah pengadopsian IAS oleh perusahaan-perusahaan non-Amerika Serikat dan menemukan bahwa perubahan di dalam kesalahan taksiran adalah negatif dan tidak signifikan. Akhirnya, Leuz (1999) menguji perusahaan-perusahaan Jerman yang menghadapi lingkungan regulatori yang sama, tetapi berdasarkan atas status *listing* pada “*new market*”— segmen pasar untuk perusahaan-perusahaan yang sedang tumbuh di dalam industri yang sedang berkembang—harus menyediakan laporan keuangan baik sesuai IAS atau US-GAAP. Ia menunjukkan bahwa pilihan terhadap IAS dan US-GAAP tidak memiliki konsekuensi yang terukur terhadap bentang tawar-minta dan volume perdagangan saham.

Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh studi Leuz and Verrecchia (2000) serta Bailey, Karolyi, and Salva (2004). Studi yang dilakukan Leuz and Verrecchia menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai komitmen terhadap IAS atau US-GAAP mempunyai persentase bentang tawar-minta yang lebih rendah dan volume perdagangan saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang menggunakan German GAAP. Perbedaan tersebut secara ekonomis dan statistis adalah signifikan setelah dilakukan pengendalian terhadap berbagai karakteristik perusahaan (kinerja, ukuran perusahaan, dan status

*listing*). Namun, Leuz and Verrecchia tidak berhasil membuktikan terjadinya penurunan volatilitas harga saham. Sedangkan studi Bailey, Karolyi, and Salva menunjukkan bahwa peningkatan *disclosure* oleh perusahaan-perusahaan non-Amerika Serikat ketika *listing* saham di Amerika Serikat secara statistik mempunyai konsekuensi ekonomik yang signifikan.

Apabila perusahaan memiliki komitmen untuk meningkatkan *disclosure*, potensi asimetri informasi yang terjadi antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham atau antara pembeli dan penjual saham perusahaan akan menurun. Terdapat beberapa alasan yang mendasari mengapa perusahaan memilih untuk mengurangi asimetri informasi melalui peningkatan *disclosure*. Manajer yang berkeinginan untuk melakukan transaksi pasar modal memiliki insentif untuk menyediakan *voluntary disclosure* dalam rangka mengurangi risiko informasi yang dihadapi oleh investor, yang selanjutnya diharapkan dapat mengurangi biaya pendanaan eksternal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *disclosure* yang tinggi akan lebih mudah untuk dapat menarik investor yang merasa lebih yakin bahwa transaksi saham terjadi pada harga yang wajar, sehingga dengan demikian dapat meningkatkan likuiditas saham (Diamond and Verrecchia, 1991; Kim and Verrecchia, 1991, 1994).

Sebagian besar bukti empiris tentang konsekuensi ekonomik sehubungan dengan adanya peningkatan *disclosure* terutama masih difokuskan pada perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang mendaftarkan sekuritasnya kepada publik dengan menggunakan *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP). Lingkungan *disclosure* di Amerika Serikat adalah lingkungan yang sudah mapan, sehingga komitmen terhadap peningkatan *disclosure* memiliki dampak yang sangat terbatas. Sebaliknya, tingkat *disclosure* yang diwajibkan oleh regulator pasar sekuritas di beberapa negara di dunia banyak dikritik karena secara relatif adalah rendah (Decker, 1994; Rader, 1994). Oleh karena itu, komitmen perusahaan di negara-negara yang lingkungan *disclosure*nya rendah atau kurang mapan untuk memberikan tingkat pengungkapan informasi yang lebih tinggi diekspektasi akan memberikan konsekuensi ekonomik yang lebih besar bagi investor dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki komitmen pengungkapan informasi yang tinggi.

## Transparansi

Laporan tahunan merupakan media utama penyampaian informasi oleh manajemen kepada pihak-pihak lain di luar perusahaan. Laporan tahunan terdiri atas bagian laporan manajemen, bagian ikhtisar data keuangan, bagian analisis dan pembahasan umum oleh manajemen, serta bagian laporan keuangan. Laporan tahunan mengkomunikasikan informasi kondisi keuangan dan informasi lainnya kepada pemegang saham, kreditor dan *stakeholders* atau calon *stakeholders* lainnya. Laporan tersebut juga menjadi alat utama bagi manajer untuk menunjukkan keefektifan pencapaian tugas dan pelaksanaan fungsi pertanggungjawaban dalam organisasi.

Informasi yang diungkap dalam laporan tahunan dapat dikelompokkan kedalam pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela. Pengungkapan wajib merupakan pengungkapan informasi yang diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Pengungkapan wajib di Indonesia diatur berdasarkan Peraturan Bapepam No. VIII.G.7. Pada tanggal 27 Desember 2002, peraturan tersebut disempurnakan melalui S.E. Ketua Bapepam Nomor 02/PM/2002. Di dalam surat edaran tersebut telah diatur tentang pedoman penyajian dan pengungkapan laporan keuangan emiten atau perusahaan publik untuk 13 (tiga belas) industri. Pengungkapan wajib di Indonesia selain diatur melalui S.E. Ketua Bapepam Nomor 02/PM/2002 juga diatur berdasarkan Peraturan Bapepam Nomor VIII.G.2 Tahun 1996 tentang Laporan Tahunan. Oleh karena itu, pada penelitian ini pengukuran terhadap tingkat pengungkapan wajib akan dihitung berdasarkan kedua peraturan tersebut di atas.

Pengungkapan sukarela merupakan pengungkapan informasi melebihi yang diwajibkan. Pengungkapan sukarela merupakan pilihan bebas manajemen untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang relevan untuk pembuatan keputusan oleh para pemakai laporan tahunan (Meek, Robert, and Gray, 1995).

Pada penelitian ini, tingkat transparansi diprosikan dengan dua tingkat pengungkapan informasi, yaitu tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib dan tingkat pengungkapan sukarela.

### Konsekuensi Ekonomik

Sesuai teori yang dikemukakan sebelumnya, semakin tinggi tingkat transparansi perusahaan, seharusnya semakin tinggi pula konsekuensi ekonomik. Proksi yang digunakan untuk mengukur konsekuensi ekonomik di dalam penelitian ini adalah bentang tawar-minta, volume perdagangan saham, dan volatilitas harga saham. Peneliti tertarik menggunakan proksi-proksi tersebut, karena dari beberapa studi yang dilakukan sebelumnya di beberapa negara maju (khususnya di Amerika Serikat) belum ditemukan bukti empiris yang kuat untuk membuktikan adanya hubungan antara *disclosure* dengan komponen asimetri informasi biaya modal, meskipun teori yang menghubungkan antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal perusahaan sudah sangat kuat.

Alasan pemilihan proksi-proksi di atas adalah sebagai berikut:

- (1) Bentang tawar-minta (*bid-ask spreads*) merupakan cerminan tentang masalah *adverse selection* yang terjadi karena terdapat investor yang menerima informasi bersifat asimetri di dalam transaksi saham perusahaan. Semakin kecil asimetri informasi, semakin kecil *adverse selection*, yang selanjutnya berimplikasi pada semakin kecil bentang tawar-minta.
- (2) Volume perdagangan saham (*trading volume*) merupakan ukuran asimetri informasi yang cenderung kurang eksplisit dibandingkan bentang tawar-minta. Volume perdagangan saham merupakan ukuran likuiditas karena dapat memberikan petunjuk tentang keinginan investor yang memiliki saham untuk menjual dan keinginan pihak yang lain untuk membeli. Keinginan untuk melakukan transaksi saham seharusnya berhubungan terbalik dengan keberadaan asimetri informasi. Namun, volume perdagangan saham dapat juga dipengaruhi oleh berbagai faktor lain yang tidak berhubungan dengan informasi. Faktor-faktor tersebut antara lain keseimbangan ulang portofolio (*portfolio rebalancing*), guncangan likuiditas, perubahan preferensi risiko, dan lain-lain. Sebagai akibatnya, volume perdagangan saham tidak dapat menangkap secara eksklusif *adverse selection* di antara pemegang saham.

- (3) Volatilitas harga saham (*share price volatility*) telah banyak digunakan di dalam studi-studi sebelumnya sebagai proksi terhadap asimetri informasi (Lang and Lundholm, 1993). Proksi ini menunjukkan tentang seberapa halus (*smooth*) transisi harga saham yang menunjukkan keberadaan asimetri informasi antara perusahaan dengan pemegang saham atau antar investor. Volatilitas harga saham yang rendah menunjukkan semakin kecil asimetri informasi. Namun seperti halnya volume perdagangan saham, volatilitas harga saham juga dipengaruhi oleh berbagai faktor lain yang tidak berhubungan dengan asimetri informasi. Selanjutnya, Bushee and Noe (1999) menunjukkan bahwa pengaruh *disclosure* terhadap volatilitas harga saham adalah kompleks dan tergantung pada jenis investor yang tertarik kepada perusahaan. Berdasarkan berbagai alasan di atas, sebagai ukuran asimetri informasi, volatilitas harga saham merupakan ukuran yang paling kurang akurat atau kurang dapat dipercaya dibandingkan dengan proksi yang lain.

### Perumusan Hipotesis

Teori ekonomi menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *disclosure*, semakin rendah asimetri informasi (Glosten and Milgrom, 1985; Diamond and Verrecchia, 1991) dan semakin rendah risiko estimasi (Barry and Brown, 1985). Dengan kata lain, komitmen perusahaan untuk meningkatkan tingkat *disclosure* seharusnya dapat menurunkan komponen asimetri informasi biaya modal. Lang and Lundholm (1996) menunjukkan bahwa perusahaan yang memberikan *disclosure* lebih banyak memiliki tingkat akurasi lebih tinggi dan taksiran *earnings* analisis yang lebih sedikit ragamnya.

Selain itu, Welker (1995) serta Healy, Hutton, and Palepu (1999) juga menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat *disclosure* lebih tinggi memiliki bentang tawar-minta yang lebih rendah. Bentang tawar-minta merupakan ukuran biaya sehubungan dengan adanya asimetri informasi. Botosan (1997) serta Botosan and Plumlee (2002) memberi gambaran yang lebih jelas dan langsung dengan menunjukkan adanya hubungan negatif antara *disclosure* di dalam laporan tahunan dengan biaya modal ekuitas (*cost of equity capital*) bagi perusahaan-perusahaan pada umumnya.

Sedangkan, Sengupta (1998) melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak informasi akan membayar biaya yang lebih murah pada saat penerbitan utang.

Terdapat berbagai proksi yang sering digunakan dalam berbagai literatur ekonomi, keuangan, dan akuntansi untuk menghitung komponen asimetri informasi biaya modal. Proksi yang digunakan pada penelitian ini adalah bentang tawar-minta, volume perdagangan saham, dan volatilitas harga saham. Hubungan proksi-proksi di atas dengan biaya modal telah memiliki dasar teori yang kuat (Stoll, 1978; Glosten and Milgrom, 1985; Admati and Pfleiderer, 1988).

Oleh karena pada penelitian ini konsekuensi ekonomik diproksikan dengan menggunakan tiga komponen asimetri informasi biaya modal yaitu: bentang tawar-minta, volume perdagangan saham, dan volatilitas harga saham, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Pengaruh tingkat pengungkapan informasi terhadap bentang tawar minta
  - H<sub>1</sub>: Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh positif terhadap bentang tawar-minta
  - H<sub>2</sub>: Tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap bentang tawar-minta
2. Pengaruh tingkat pengungkapan informasi terhadap volume perdagangan saham
  - H<sub>3</sub>: Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan saham
  - H<sub>4</sub>: Tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap volume perdagangan saham

3. Pengaruh tingkat pengungkapan informasi terhadap volatilitas harga saham

- H<sub>5</sub>: Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham
- H<sub>6</sub>: Tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham

**Metodologi**

**Sampel dan Data**

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar secara aktif di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES) pada periode pelaporan tahun 2003.
2. Tiga belas industri menggunakan item *checklist disclosure* sesuai S.E. Ketua Bapepam Nomor 02/PM/2002, sedangkan industri perbankan, asuransi, jasa keuangan, dan industri investasi menggunakan item *checklist disclosure* sesuai Peraturan Bapepam No. VIII.G7.
3. Perusahaan menerbitkan laporan tahunan tahun 2003 dan memiliki laporan auditor independen atas laporan keuangan untuk tahun yang berakhir tanggal 31 Desember 2003.
4. Perusahaan tidak memiliki *leverage ratio* negatif. *Leverage ratio* negatif menunjukkan bahwa perusahaan sedang bermasalah di dalam memenuhi kewajiban keuangan.

Berdasarkan kriteria sampel, diperoleh 285 perusahaan. Perolehan sampel dilakukan secara bertahap sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1  
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di pasar modal pada tahun 2003	329
Perusahaan yang teridentifikasi tidak memiliki atau menerbitkan laporan tahunan dan laporan auditor independen	(11)
Perusahaan yang teridentifikasi memiliki atau menerbitkan laporan tahunan dan laporan auditor independen	318
Perusahaan yang memiliki <i>leverage ratio</i> negatif	(25)
Perusahaan yang memiliki nilai bentang tawar-minta, volume perdagangan saham atau volatilitas harga saham sama dengan nol	(8)
Perusahaan yang dipilih sebagai sampel	285

### Variabel-variabel yang Diteliti

Penelitian dilakukan dalam 6 tahap regresi. Pada setiap tahap regresi, yang ditetapkan sebagai variabel kontrol adalah status *listing*. Pada tahap pertama, variabel tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib diuji pengaruhnya terhadap variabel bentang tawar-minta. Pada tahap kedua, variabel tingkat pengungkapan sukarela diuji pengaruhnya terhadap variabel bentang tawar-minta. Pada tahap ketiga, variabel tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib diuji pengaruhnya terhadap variabel volume perdagangan saham. Pada tahap keempat, variabel tingkat pengungkapan sukarela diuji pengaruhnya terhadap variabel volume perdagangan saham. Pada tahap kelima, variabel tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib diuji pengaruhnya terhadap variabel volatilitas harga saham. Pada tahap keenam, variabel tingkat pengungkapan sukarela diuji pengaruhnya terhadap variabel volatilitas harga saham.

### Pengukuran Variabel Independen

#### a. Pengukuran variabel tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib

Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib merupakan selisih antara tingkat pengungkapan wajib maksimum yang seharusnya dipenuhi (100%) dengan tingkat pengungkapan wajib yang dapat dipenuhi perusahaan. Tingkat pengungkapan wajib dihitung berdasarkan tingkat ketaatan perusahaan terhadap ketentuan pengungkapan wajib (Baridwan, Machfoedz, dan Tearney, 2001). Perhitungan tingkat pengungkapan wajib adalah sebagai berikut:

$$\text{Tingkat pengungkapan wajib} = \frac{\text{Ya}}{\text{Ya} + \text{Tidak}}$$

Keterangan:

Ya = Pengungkapan informasi secara tepat telah dibuat

Tidak = Pengungkapan informasi secara tepat tidak dibuat

Oleh karena itu, pengukuran tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib (TPW) dapat dirumuskan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:  

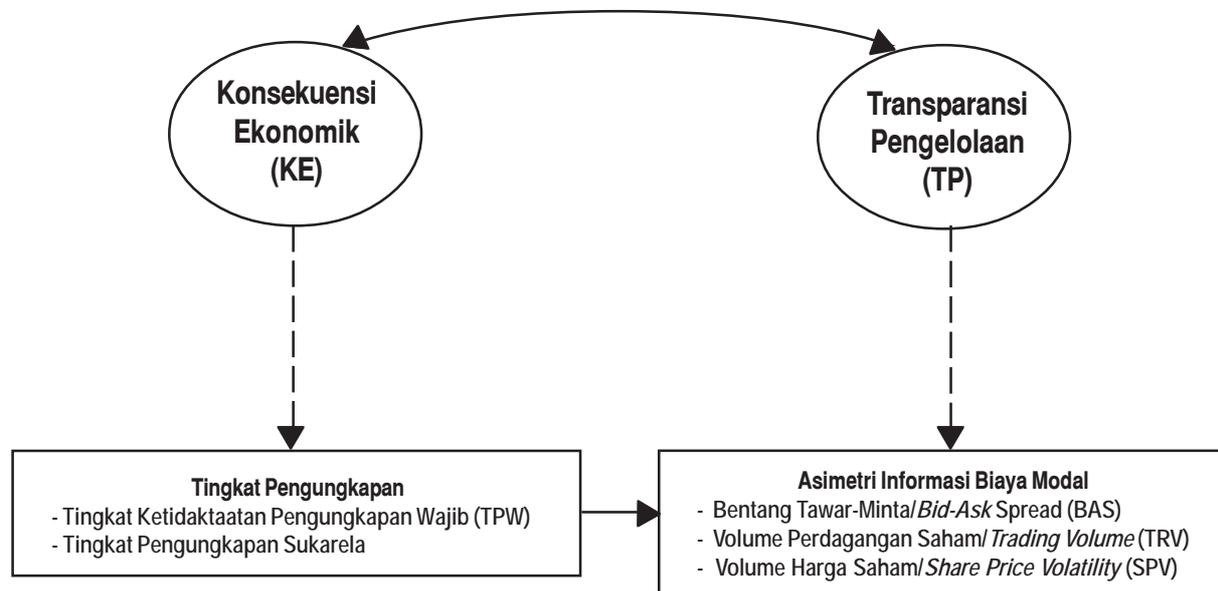
$$\text{TPW} = 100\% - \text{Tingkat pengungkapan informasi wajib}$$

#### b. Pengukuran variabel tingkat pengungkapan sukarela

Pengukuran tingkat pengungkapan sukarela dilakukan melalui dua tahap, yaitu: (1) Mengembangkan daftar item pengungkapan sukarela dan (2) Mengukur tingkat atau luas pengungkapan sukarela terhadap sampel laporan tahunan. Daftar item pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan dikembangkan berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya (Cerf, 1961; Singhvi and Desai, 1971; Buzby, 1974; Benjamin and Stanga, 1977; McNally, Eng, and Hasseldine, 1982; Chow and Wong-Boren, 1987; Susanto, 1992; Choi and Mueller, 1992; Meek, Robert, and Gray, 1995; Botosan, 1997; Supto, 1997; Gunawan, 2002).

### Pengukuran Variabel Dependen

Sebagaimana dikemukakan sebelumnya, variabel konsekuensi ekonomik diprosikan dengan bentang tawar-minta, volume perdagangan saham, dan volatilitas harga saham.



Gambar 1  
Rerangka Penelitian

**a. Bentang Tawar Minta**

Bentang tawar-minta merupakan selisih antara harga beli tertinggi dengan harga jual terendah. Hamilton (1991) menyatakan bahwa terdapat dua model *spread*, yaitu *dealer spread* dan *market spread*. Selanjutnya Hamilton menyatakan jika tujuan penelitian adalah untuk meneliti kos kesegeraan (*cost of immediacy*), maka sebaiknya menggunakan *market spread*. Sebaliknya, jika tujuan penelitian adalah untuk meneliti kompetisi antar *dealer* dengan kos *dealer*, maka lebih tepat mempergunakan *dealer spread*.

*Dealer spread* kurang dapat diobservasi baik di New York Stock Exchange (NYSE) maupun di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Dealer spread* lebih ditentukan oleh kos *dealer*, informasi terkini, dan intensitas kompetisi. *Dealer spread* merupakan selisih antara harga beli (*bid*) dan harga jual (*ask*) yang menyebabkan individu *dealer* ingin memperdagangkan sekuritas dengan aktivitya (*asset*) sendiri. Sedangkan *market spread* merupakan selisih antara harga beli tertinggi (*highest-bid*) dengan harga jual terendah (*lowest-ask*) yang terjadi pada suatu saat tertentu (Hamilton, 1991).

Oleh karena Bursa Efek Jakarta (BEJ) lebih serupa dengan NYSE dan berdasarkan data yang tersedia, maka jenis *spread* yang sesuai untuk diteliti di BEJ adalah *market spread*.

Oleh karena itu, pada penelitian ini bentang tawar-minta diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$SPREAD_{i,t} = \{(ask_{i,t} - bid_{i,t}) / (ask_{i,t} + bid_{i,t}) / 2\} \times 100$$

Keterangan:

*Spread* = Selisih antara harga beli tertinggi dengan harga jual terendah

*Ask* = Harga jual terendah (*lowest-ask*)

*Bid* = Harga beli tertinggi (*highest-bid*)

**b. Volume Perdagangan Saham**

Volume perdagangan saham akan mengacu pada metode yang digunakan oleh Bamber (1986) dan Bamber (1987), yaitu berdasarkan rata-rata (*mean*) volume perdagangan saham selama satu tahun. Metode ini juga telah digunakan dalam penelitian Beza dan Na'im (1998).

Oleh karena itu, volume perdagangan saham akan dihitung berdasarkan jumlah rata-rata (*mean*) volume perdagangan saham setiap perusahaan selama periode pengamatan penelitian.

Rumus perhitungan volume perdagangan saham adalah sebagai berikut:

$$VPS_i = \frac{\sum_{t=1}^n VPS_{i,t}}{n}$$

Keterangan:

$VPS_i$  = Rata-rata volume perdagangan saham harian perusahaan *i* selama satu tahun.

$VPS_{i,t}$  = Volume perdagangan saham harian perusahaan *i* dari awal tahun sampai dengan akhir tahun.

$n$  = Jumlah hari transaksi selama satu tahun.

### c. Volatilitas Harga Saham

Volatilitas harga saham ditentukan dengan cara menghitung standar deviasi harga saham yang terjadi selama periode penelitian. Standar deviasi merupakan ukuran total risiko suatu aktiva atau portofolio. Standar deviasi menunjukkan total variabilitas atau volatilitas harga aktiva atau portofolio. Standar deviasi dihitung dari *variance* yang rumusnya sebagai berikut:

$$\sigma_i^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (X_{i,t} - \bar{X}_i)^2}{n-1}$$

Keterangan:

$\sigma_i^2$  = *Variance* harga saham harian

$X_{i,t}$  = Masing-masing harga saham harian perusahaan *i* selama satu tahun

$\bar{X}_i$  = Rata-rata harga saham harian perusahaan *i*

$n$  = Jumlah hari transaksi selama satu tahun.

$\sigma_i = (\sigma_i^2)^{1/2}$  = Standar deviasi

### Model Penelitian

Pada model penelitian, dapat dirumuskan beberapa persamaan sebagai berikut:

$$BAS = a + \beta_1 TPW + \delta_2 SLT + \epsilon \tag{1}$$

$$BAS = a + \beta_1 TPS + \delta_2 SLT + \epsilon \tag{2}$$

$$TRV = a + \beta_1 TPW + \delta_2 SLT + \epsilon \tag{3}$$

$$TRV = a + \beta_1 TPS + \delta_2 SLT + \epsilon \tag{4}$$

$$SPV = a + \beta_1 TPW + \delta_2 SLT + \epsilon \tag{5}$$

$$SPV = a + \beta_1 TPS + \delta_2 SLT + \epsilon \tag{6}$$

### Analisis dan Pembahasan

#### Pengujian Asumsi Klasik

##### a. Pengaruh Tingkat Ketidaktaatan Pengungkapan Wajib Terhadap Bentang Tawar-Minta

*n*

Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen adalah di bawah 10 dan nilai TOL mendekati 1. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terdapat multikolinearitas. Nilai *d* (Durbin Watson) adalah sebesar 1,989 atau di sekitar 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi autokorelasi. Hasil regresi *Glejser Test* terhadap nilai-nilai absolut residual variabel independen menunjukkan bahwa nilai F tidak signifikan (0,648). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil regresi menunjukkan bahwa  $R^2$  adalah sebesar 0,210. Meskipun nilai  $R^2$  rendah, namun model secara statistik signifikan ( $F=37,431$  dan  $p\text{-value}=0,000$ ).

##### b. Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela Terhadap Bentang Tawar-Minta

Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen adalah di bawah 10 dan nilai TOL mendekati 1. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa

di dalam model tidak terdapat multikolinearitas. Nilai  $d$  (Durbin Watson) adalah sebesar 2,014 atau di sekitar 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi autokorelasi. Hasil regresi *Glejser Test* terhadap nilai-nilai absolut residual variabel independen menunjukkan bahwa nilai  $F$  tidak signifikan (0,000). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil regresi menunjukkan bahwa  $R^2$  adalah sebesar 0,068. Meskipun nilai  $R^2$  rendah, namun model secara statistik signifikan ( $F= 10,297$  dan  $p\text{-value}= 0,000$ ).

#### **c. Pengaruh Tingkat Ketidaktaatan Pengungkapan Wajib Terhadap Volume Perdagangan Saham**

Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen adalah di bawah 10 dan nilai TOL mendekati 1. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terdapat multikolinearitas. Nilai  $d$  (Durbin Watson) adalah sebesar 1,976 atau di sekitar 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi autokorelasi. Hasil regresi *Glejser Test* terhadap nilai-nilai absolut residual variabel independen menunjukkan bahwa nilai  $F$  tidak signifikan (0,710). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil regresi menunjukkan bahwa  $R^2$  adalah sebesar 0,072. Meskipun nilai  $R^2$  rendah, namun model secara statistik signifikan ( $F= 11,008$  dan  $p\text{-value}= 0,000$ ).

#### **d. Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela Terhadap Volume Perdagangan Saham**

Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen adalah di bawah 10 dan nilai TOL mendekati 1. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terdapat multikolinearitas. Nilai  $d$  (Durbin Watson) adalah sebesar 1,941 atau di sekitar 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi autokorelasi. Hasil regresi *Glejser Test* terhadap nilai-nilai absolut residual variabel independen menunjukkan bahwa nilai  $F$  tidak signifikan

(0,086). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil regresi menunjukkan bahwa  $R^2$  adalah sebesar 0,060. Meskipun nilai  $R^2$  rendah, namun model secara statistik signifikan ( $F= 8,957$  dan  $p\text{-value}= 0,000$ ).

#### **e. Pengaruh Tingkat Ketidaktaatan Pengungkapan Wajib Terhadap Volatilitas Harga Saham**

Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen adalah di bawah 10 dan nilai TOL mendekati 1. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terdapat multikolinearitas. Nilai  $d$  (Durbin Watson) adalah sebesar 2,066 atau di sekitar 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi autokorelasi. Hasil regresi *Glejser Test* terhadap nilai-nilai absolut residual variabel independen menunjukkan bahwa nilai  $F$  tidak signifikan (0,001). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil regresi menunjukkan bahwa  $R^2$  adalah sebesar 0,012. Selain nilai  $R^2$  rendah, model secara statistik tidak signifikan ( $F= 1,673$  dan  $p\text{-value}= 0,190$ ).

#### **f. Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela Terhadap Volatilitas Harga Saham**

Hasil regresi ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen adalah di bawah 10 dan nilai TOL mendekati 1. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terdapat multikolinearitas. Nilai  $d$  (Durbin Watson) adalah sebesar 2,079 atau di sekitar 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi autokorelasi. Hasil regresi *Glejser Test* terhadap nilai-nilai absolut residual variabel independen menunjukkan bahwa nilai  $F$  tidak signifikan (0,096). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di dalam model tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil regresi menunjukkan bahwa  $R^2$  adalah sebesar 0,015. Meskipun nilai  $R^2$  rendah, namun model secara statistik signifikan ( $F= 2,216$  dan  $p\text{-value}= 0,011$ ).

### Hasil Pengujian Hipotesis

- a. Pengaruh Tingkat Ketidaktaatan Pengungkapan Wajib Terhadap Bentang Tawar-Minta  
Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tanda koefisien tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib (TPW) adalah positif seperti yang dihipotesiskan dengan  $p$ -value sebesar 0,000. Dengan tingkat  $\alpha$  1%, maka hipotesis nol berhasil ditolak. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh positif terhadap bentang tawar-minta.
- b. Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela Terhadap Bentang Tawar-Minta  
Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tanda koefisien tingkat pengungkapan sukarela (TPS) adalah negatif seperti yang dihipotesiskan dengan  $p$ -value sebesar 0,026. Dengan tingkat  $\alpha$  5%, maka hipotesis nol berhasil ditolak. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap bentang tawar-minta.
- c. Pengaruh Tingkat Ketidaktaatan Pengungkapan Wajib Terhadap Volume Perdagangan Saham  
Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tanda koefisien tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib (TPW) adalah negatif seperti yang dihipotesiskan dengan  $p$ -value sebesar 0,001. Dengan tingkat  $\alpha$  1%, maka hipotesis nol berhasil ditolak. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan saham.
- d. Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela Terhadap Volume Perdagangan Saham  
Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tanda koefisien tingkat pengungkapan sukarela (TPS) adalah positif seperti yang dihipotesiskan dengan  $p$ -value sebesar 0,012. Dengan tingkat  $\alpha$  5%, maka hipotesis nol berhasil ditolak. Oleh karena itu,

dapat disimpulkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap volume perdagangan saham.

- e. Pengaruh Tingkat Ketidaktaatan Pengungkapan Wajib Terhadap Volatilitas Harga Saham  
Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tanda koefisien tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib (TPW) adalah negatif, tidak seperti yang dihipotesiskan dengan  $p$ -value sebesar 0,614. Dengan tingkat  $\alpha$  5%, maka hipotesis nol tidak berhasil ditolak. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.
- f. Pengaruh Tingkat Pengungkapan sukarela Terhadap Volatilitas Harga Saham  
Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada Tabel 2. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tanda koefisien tingkat pengungkapan sukarela (TPS) adalah positif, tidak seperti yang dihipotesiskan dengan  $p$ -value sebesar 0,250. Dengan tingkat  $\alpha$  5%, maka hipotesis nol tidak berhasil ditolak. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.

### Simpulan, Keterbatasan, dan Implikasi

#### Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh transparansi pengelolaan perusahaan terhadap konsekuensi ekonomik. Pada penelitian ini, transparansi pengelolaan perusahaan terdiri atas variabel tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib (TPW) dan tingkat pengungkapan sukarela (TPS). Sedangkan konsekuensi ekonomik terdiri atas variabel bentang tawar-minta (BAS), volume perdagangan saham (TRV), dan volatilitas harga saham (SPV).

Berdasarkan hasil pengujian, penelitian berhasil mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa: (1) Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh positif terhadap bentang tawar-minta, (2) Tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif

terhadap bentang tawar-minta, (3) Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh negatif terhadap volume perdagangan saham, dan (4) Tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap volume perdagangan saham.

Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa transparansi pengelolaan perusahaan publik di Indonesia menghasilkan konsekuensi ekonomik dalam bentuk terjadinya penurunan bentang tawar-minta dan peningkatan volume perdagangan saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Leuz dan Verrecchia (2000) yang melakukan penelitian terhadap perusahaan Jerman yang melakukan *listing* di Amerika Serikat. Penelitian ini juga mendukung temuan Bailey, Karolyi, and Salva (2004) yang menunjukkan bahwa peningkatan *disclosure* oleh perusahaan-perusahaan non-Amerika Serikat ketika *listing* saham di Amerika Serikat secara statistik mempunyai konsekuensi ekonomik yang signifikan.

Namun, penelitian ini gagal mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa (1) Tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham dan (2) Tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham. Dengan kata lain, dibandingkan dengan proksi komponen asimetri informasi biaya modal lainnya (bentang tawar-minta dan volume perdagangan saham), volatilitas harga saham terbukti tidak mampu menjelaskan tentang pengaruh tingkat transparansi terhadap konsekuensi ekonomik. Hal tersebut sesuai dengan hasil studi Bushee and Noe (1999) yang menyatakan bahwa pengaruh *disclosure* terhadap volatilitas harga saham adalah sangat kompleks dan tergantung pada jenis investor yang tertarik kepada perusahaan. Hasil studi ini memperkuat studi sebelumnya yang menyatakan bahwa sebagai ukuran asimetri informasi, volatilitas harga saham merupakan ukuran yang paling kurang dapat dipercaya dibandingkan proksi lainnya.

Simpulan di atas juga sejalan dengan temuan Leuz dan Verrecchia (2000). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan Jerman yang *listing* di Amerika Serikat dengan lingkungan *disclosure* yang mapan tidak mengakibatkan terjadinya penurunan volatilitas harga saham. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan temuan Auer (1998) yang

menguji perubahan volatilitas harga saham dan faktor beta perusahaan-perusahaan Swis yang mengadopsi IAS. Ia menemukan penurunan volatilitas yang kecil dan tidak signifikan serta tidak terjadi perubahan di dalam faktor beta.

Hasil-hasil penelitian di atas menunjukkan bahwa fenomena yang terjadi pada perusahaan-perusahaan publik dan lingkungan pasar modal di Indonesia adalah tidak berbeda dengan fenomena yang terjadi pada perusahaan-perusahaan publik Jerman yang melakukan *listing* di Amerika Serikat dan perusahaan-perusahaan Swis yang mengadopsi IAS. Peneliti menduga bahwa fenomena yang sama juga akan terjadi di pasar modal lainnya yang lingkungan *disclosure*nya masih belum mapan.

#### Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, meskipun pengukuran terhadap tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib telah berpedoman pada Surat Edaran Ketua Bapepam No. 02/PM/2002, namun di dalam pedoman tersebut belum terdapat ketentuan yang secara khusus berlaku untuk industri perbankan, asuransi dan jasa keuangan.

Kedua, di antara tigabelas kelompok industri yang diatur di dalam Surat Edaran Ketua Bapepam No. 02/PM/2002, terdapat salah satu industri yaitu industri investasi yang jumlah item *disclosure*nya terlalu kecil dibandingkan industri yang lain, sehingga dapat menyebabkan pengukuran terhadap tingkat ketidaktaatan pengungkapan wajib menjadi tidak proporsional.

#### Implikasi

Pada penelitian ini, implikasi untuk penelitian yang akan datang terkait dengan variabel-variabel yang belum didukung signifikansinya. Hasil studi ini memperkuat studi sebelumnya yang menyatakan bahwa sebagai ukuran asimetri informasi, volatilitas harga saham merupakan ukuran yang paling kurang dapat dipercaya dibandingkan proksi lainnya.

Berdasarkan hasil penelitian juga ditunjukkan bahwa transparansi pengelolaan perusahaan, baik dalam bentuk tingkat pengungkapan wajib maupun

tingkat pengungkapan sukarela menghasilkan konsekuensi ekonomik yang signifikan yaitu dalam bentuk terjadinya penurunan bentang tawar-minta dan peningkatan volume perdagangan saham. Oleh karena itu, merupakan keuntungan bagi perusahaan-

perusahaan publik di Indonesia untuk mengungkapkan informasi yang seluas-luasnya kepada publik, karena pengungkapan informasi terbukti memberi manfaat positif bagi publik (masyarakat).

Tabel 2  
Ringkasan Hasil Analisis Regresi

Persamaan	Variabel Dependen	Variabel Independen Utama	Koefisien Variabel Independen Utama	Nilai t	Signifikansi	VIF	TOL	DW	Glejser- test	Nilai F Model	R <sup>2</sup>
1	BAS	TPW	1,505	7,515***	0,000***	1,036	0,965	1,989	0,648	37,431	0,210
2	BAS	TPS	-0,298	-2,296**	0,026**	1,025	0,976	2,014	0,000	10,297	0,068
3	TRV	TPW	-214252,219	-3,209***	0,001***	1,036	0,965	1,976	0,710	11,008	0,072
4	TRV	TPS	1037253,38	2,321**	0,012**	1,025	0,976	1,941	0,086	8,957	0,060
5	SPV	TPW	-3,139	-0,306	0,614	1,036	0,965	2,066	0,001	1,673	0,012
6	SPW	TPS	4403	1,153	0,230	1,025	0,965	2,079	0,096	2,216	0,015

\*\*\* Signifikan pada tingkat 1%

\*\* Signifikan pada tingkat 5%

\* Signifikan pada tingkat 10%

DAFTAR PUSTAKA

Admati, A. and P. Pfleiderer (1988). "A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability". *Review of Financial Studies* (Spring 1988): 3-40.

Ashbaugh, H. and M. Pincus (1999). "International Accounting Standards, Diversity in Accounting Standards, and the Predictability of Earnings". *Working Paper*, University of Iowa.

Auer, K. (1998). "Der Einfluss des Wechsels vom Rechnungslegungsstandard auf die Risikoparameter von Schweizerischen Aktien". *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung* (February), 129-155.

Bailey, Warren, G. A. Karolyi, and Caroline Salva (2004). "The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-Listings". June.

Baiman, S and R. Verrecchia (1996). "The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading". *Journal of Accounting Research* (Spring): 1-22.

Bamber, Linda Smith (1986). "The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach". *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 No. 1, Spring, pp. 40-56.

Bamber, Linda Smith (1987). "Unexpected Earnings, Firm Size and Trading Volume Around Quarterly Earnings Announcements". *The Accounting Review*. Vol. LXII, No. 3. July, pp. 510-532.

Bairdwan, Zaki, Mas'ud Machfoedz, and M. G. Tearney (2001). "An Evaluation of Disclosure of Financial Information by Public Companies in Indonesia". *Hasil Penelitian SIAGA-UGM dan Pusat Pengembangan Akuntansi UGM*.

Barry, Chris and Stephen Brown (1985). "Differential Information and Security Market Equilibrium".

- Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 407-422.
- Bartov, E. and G. Bodnar (1996). "Alternative Accounting Methods Information Asymmetry and Liquidity: Theory and Evidence". *The Accounting Review* (July): 397-418.
- Benjamin, J. J. and Keith G. Stanga (1977). "Differences in Disclosure Needs of Major Users of Financial Statements". *Accounting and Business Research*, Summer, pp. 187-192.
- Beza, Berhanu and Ainun Na'im (1998). "The Information Content of Annual Earnings Announcements: A Trading Volume Approach". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 1, No. 2. Juli, pp. 163-173.
- Boone, J. (1998). "Oil and Gas Reserve Value Disclosures and Bid-Ask Spreads". *Journal of Accounting and Public Policy* (Spring): 55-84.
- Botosan, C. A. (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital". *The Accounting Review*, pp. 323-349.
- Botosan, C. and C. Frost (1998). "Regulation, Disclosure and Market Liquidity". *Working Paper*. Washington University and Dartmouth College.
- Botosan, Christine and Marlene Plumlee (2002). "A Re-examination of Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital". *Journal of Accounting Research* 40, 21-40.
- Bushee, B. J. and C. F. Noe (2000). "Disclosure Quality, Institutional Investors, and Stock Return Volatility". *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, pp. 171-202.
- Buzby, Stephen L. (1974). "Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports". *The Accounting Review*, July, pp. 423-435.
- Cerf, Alan R. (1961). "Corporate Reporting and Investment Decisions". Berkeley, CA: The University of California Press.
- Choi, Frederick D. S. and Gerhard G. Mueller. (1992). "International Accounting. Second Edition". London: Prentice-Hall, Inc.
- Copeland, T. and D. Galai (1983). "Information Effects on the Bid-Ask Spread". *Journal of Finance*, December: pp. 1457-1469.
- Decker, William E. (1994). "The Attraction of the U.S. Securities Markets to Foreign Issues and the Alternative Methods of Accessing the U.S. Markets: From the Issuer's Perspective". *Fordham International Law Journal* 17, S10-S24.
- Diamond, D. and Verrecchia, R. (1991). "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Equity Capital". *The Journal of Finance*, September, pp. 1325-1360.
- Glosten, L. and P. Milgrom (1985). "Bid Ask and Transaction Prices in A Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders". *Journal of Financial Economics*, pp. 71-100.
- Greenstein, M. and H. Sami (1994). "The Impact of the SKE's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads". *The Accounting Review*, Jan: pp. 179-199.
- Gunawan, Inge (2002). "Pengaruh Kelompok Industri, Basis Perusahaan, dan Tingkat Return Terhadap Kualitas Pengungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan. Tesis UGM.
- Hamilton, J. L. (1979). "The Dealer and Market Concept of Bid-Ask Spread: A Comparison for NASDAQ Stocks". *Journal of Financial Research* 14, Summer, pp. 129-139.
- Healy, P., A. Hutton, and K. Palepu (1999). "Stock Performance and Intermediation Changes Sustained Increases in Disclosure". *Contemporary Accounting Research* (Fall): 485-520.

- Kim, Oliver and R. E. Verrecchia (2001). "The Relation Among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information". *Accounting Review*, Vol. 76. No. 4, pp. 633-654.
- Kyle, A. (1985). "Continuous Auctions and Insider Trade". *Econometrica* (November): pp. 1315-1335.
- Lang, M. and R. Lundholm (1993). "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures". *Journal of Accounting Research* 31(2): 246-271.
- Leuz, Christian and Robert Verrecchia (2000). "The Economic Consequences of Increased Disclosure". *Journal of Accounting Research* 38, 91-124.
- Leuz, Christian and Felix Oberholzer-Gee (2003). "Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency". Wharton: Financial Institutions Center.
- Maug, E. (1998). "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-off Between Liquidity and Control?" *Journal of Finance* 53, pp. 65-98.
- McNally, Graeme M, Lee Hock Eng, and C. Roy Hasseldine (1982). "Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information". *Accounting and Business Research*, Winter, pp. 11-20.
- Meek, G. K., C. B. Robert and S. J. Gray (1995). "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK, and Continental Europe Multinational Corp". *Journal of International Business Studies* Vol. 26, No. 3, pp. 555-572.
- Piotroski, J. (1999). "The Impact of Newly Reported Segment Information on Market Expectations and Stock Prices". *Working Paper*, University of Michigan.
- Rader, M. Elizabeth (1994). "Accounting Issues in Cross-Border Securities Offerings". *Fordham International Law Journal* 17, S129-S139.
- Sengupta, P. (1998). "Corporate Disclosure and the Cost of Debt". *The Accounting Review* 73 (4): 459-474.
- Shinghvi, S. S. and H. B. Desai (1971). "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure". *The Accounting Review*, January, 129-138.
- Stoll, H. (1978). "The Supply of Dealer Services in Securities Markets". *Journal of Finance* (September): 1133-1151.
- Surat Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-06/PM/2000 yang berisi Peraturan Bapepam No. VIII.G.7 tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan.
- Suripto, Bambang (1998). "Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Luas Pengungkapan Informasi Sukarela Dalam Laporan Tahunan". Tesis S2 UGM Yogyakarta.
- Surat Edaran No. 02/PM/2002 tentang Pedoman Penyajian dan Pengungkapan Laporan Keuangan Emiten atau Perusahaan Publik
- Susanto, Djoko (1992). "An Empirical Investigation of the Corporate Disclosure in Annual Reports of Companies Listed on the Jakarta Stock Exchange". *Tim Koordinasi Pengembangan Akuntansi Jakarta. Disertasi S3*: University of Arkansas.
- Welker, M. (1995). "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets". *Contemporary Accounting Research* 11, 801-827.
- Wong-Boren (1987). "Voluntary Financial Disclosures by American Corporations". *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 3, July, pp. 533-5.