
PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE DAN PENGUNGKAPAN SUKARELA PADA LIKUIDITAS SAHAM: STUDI EMPIRIS DI BEI**Retno Yuni Nur Susilowati¹****Abstract**

This research aims to get empirical evidences that there is influence of both corporate governance practices and voluntary disclosure on the firms' stock liquidity. Samples used in this research are nonfinancial companies listed in the Indonesia Stock Exchange (IDX) that participated in the CGPI (corporate governance perception index) surveys in the periods 2003-2008 performed by IICG (the Indonesian Institute for Corporate Governance). The hypotheses are tested by using multiple regression analysis.

The results indicate that corporate governance and voluntary disclosure have positive effects on stock liquidity. It means the better the corporate governance and voluntary disclosure practices, the higher the stock liquidity is. This matter generates conclusion that investors notice corporate governance and voluntary disclosure practices conducted by companies.

Keywords: corporate governance, voluntary disclosure, stock liquidity

I. LATAR BELAKANG

Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika prinsipal/pemilik perusahaan mempekerjakan agen/manager untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Manager, sebagai agen yang berperan sebagai pengelola perusahaan, lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan dengan pemilik. Oleh karena itu, ia berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Namun, informasi yang disampaikan oleh manager kadang-kadang tidak sesuai dengan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Kondisi ini, yang merupakan suatu masalah keagenan, dikenal sebagai asimetri informasi (*information asymmetry*).

Asimetri informasi sebagai suatu masalah keagenan, menciptakan kebutuhan akan *corporate governance* untuk memonitor manager dan melindungi investor dari masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976; Fama dan Jensen, 1983). *Corporate governance* merupakan suatu cara untuk menjamin bahwa manajemen bertindak yang terbaik untuk kepentingan *stakeholders*.

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris apakah *corporate governance* dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) berpengaruh positif pada likuiditas saham. Penelitian ini dilandasi oleh penelitian yang dilakukan oleh Goh et al. (2008), yang menunjukkan secara empiris adanya pengaruh *corporate*

¹ Penulis adalah staf pengajar pada Fakultas Ekonomi Universitas Lampung

governance pada likuiditas saham dengan melalui variabel *adverse selection*², pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) dan ulasan analis (*analyst following*).

Likuiditas saham merupakan suatu kondisi ketika investor mudah memperjualbelikan dan menetapkan harga bagi sekuritasnya. Pada kondisi likuiditas saham tinggi, kos ekuitas (*cost of equity capital*) menjadi lebih rendah (Amihud dan Mendelson 1986; Acharya dan Pedersen, 2005).

Investor sangat memerhatikan likuiditas saham perusahaan-perusahaan, selain aspek return dan risiko saham. Saham yang likuid memiliki kemungkinan yang lebih baik untuk meraih *gain* dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah. Tia juga lebih mencerminkan faktor fundamental perusahaan. Selain itu, perubahan atau fluktuasi harga lebih stabil, tidak melonjak-lonjak dan likuiditasnya bersifat kontinu (Handa dan Schwartz, 1996)..

Keefektifan pengelolaan sumber daya perusahaan oleh manajemen dapat diketahui dari informasi yang dihasilkan melalui reaksi pasar atas pengumuman laba. Dengan kata lain, reaksi pasar merupakan sinyal terhadap *keefektifan* praktik *corporate governance*. Khomsiyah (2005) menyatakan bahwa likuiditas saham merupakan mekanisme pengawasan eksternal oleh investor pada kinerja perusahaan.

Penelitian yang menguji hubungan antara *corporate governance* internal dan likuiditas telah dilakukan oleh Chung et al. (2009). Hasilnya menunjukkan bahwa *corporate governance* yang semakin baik akan mempersempit *spreads*, mempertinggi indeks likuiditas pasar, dan memperkecil kemungkinan terjadinya perdagangan berbasis informasi orang dalam (*inside information*).

Beberapa peneliti lain, dengan menggunakan data U.S., juga meneliti hubungan *corporate governance* dan likuiditas, meskipun dengan pengesetan yang berbeda. Hal ini misalnya dilakukan oleh Becht (1999), Brockman dan Chung (2003), Attig et al. (2004), LaFond et al. (2007), dan Chen et al. (2007). Penelitian-penelitian tersebut memberi bukti empiris bahwa *corporate governance* berhubungan dengan likuiditas. Artinya, apabila perusahaan menerapkan praktik *governansi* yang baik maka likuiditas sahamnya akan meningkat.

Sedangkan dugaan bahwa semakin banyak pengungkapan sukarela akan meningkatkan likuiditas ditunjukkan oleh Hong dan Huang (2005) yang menyajikan sebuah model, yang di dalamnya manager melakukan aktivitas menarik investor untuk meningkatkan likuiditas saham perusahaan dengan biaya tinggi. Frost et al. (2006) menguji hubungan antara pengungkapan pasar modal dan perkembangan pasar di antara 50 bursa efek internasional. Mereka menemukan bahwa kuatnya sistem pengungkapan (aturan pengungkapan, pemantauan, dan undang-undang) secara positif berhubungan dengan perkembangan pasar, yang merupakan ukuran komposit yang mencakup dua ukuran likuiditas. Hasil ini menyarankan bahwa pengungkapan yang lebih besar akan menyebabkan pasar makin aktif karena investor bersedia aktif di dalamnya.

Dengan mereplikasi model penelitian yang dilakukan oleh Goh et al. (2008) maka penelitian ini bermaksud untuk menguji adanya pengaruh *corporate governance* dan pengungkapan sukarela pada likuiditas saham. Penelitian ini penting untuk dilakukan karena apabila hipotesisnya terdukung maka hasilnya memberikan

² *Adverse selection* merupakan kemungkinan terjadinya perdagangan oleh pedagang berinformasi (*informed traders*), yaitu pedagang yang memperoleh informasi privat selain informasi publikasian. *Adverse selection* terjadi ketika penjual/pembeli memiliki asimetri informasi sehingga justru lebih mungkin memilih hasil atau produk yang 'buruk' (Goh et al., 2008).

implikasi bahwa penerapan praktik-praktik *corporate governance* dan pengungkapan sukarela akan dapat memengaruhi tingkat likuiditas saham.

II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. *Corporate governance*

Corporate governance didefinisi sebagai seperangkat aturan dan prinsip-prinsip, yaitu keadilan (*fairness*), transparansi (*transparency*), akuntabilitas/per-tanggungjawaban (*accountability*), dan pertanggungjawaban (*responsibility*), yang mengatur hubungan antara pemegang saham, manajemen perusahaan (direksi dan komisaris), pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta *stakeholders* lainnya yang berkaitan dengan hak dan kewajiban masing-masing pihak. Tujuannya adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi seluruh *stakeholders* dalam perusahaan. Adanya nilai tambah bagi *stakeholders* ini akan menarik investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan yang bersangkutan (Daniri, 2004).

Pengertian *corporate governance* menurut Surat Keputusan Menteri Negara/Kepala Badan Penanaman Modal dan Pembinaan BUMN No.23/M-PM/BUMN/2002 tentang pengembangan praktik *corporate governance* yang baik (*good corporate governance*) dalam perusahaan perseroan (persero) adalah prinsip korporasi yang sehat, yang perlu diterapkan dalam pengelolaan perusahaan, yang dilaksanakan semata-mata demi menjaga kepentingan perusahaan dalam rangka mencapai maksud dan tujuan perusahaan. Berdasarkan definisi di atas maka dapat dikatakan bahwa *corporate governance* merupakan upaya yang dilakukan oleh semua pihak yang berkepentingan dengan perusahaan untuk menjalankan usahanya secara baik sesuai dengan hak dan kewajibannya masing-masing.

Ada empat prinsip dasar *corporate governance* yang baik, yaitu:

- 1) Keadilan (*fairness*), meliputi: (a) perlindungan bagi seluruh hak pemegang saham; dan (b) perlakuan yang sama bagi para pemegang saham.
- 2) Transparansi (*transparency*), meliputi: (a) pengungkapan informasi yang bersifat penting; (b) informasi harus disiapkan, diaudit dan diungkapkan sejalan dengan pembukuan yang berkualitas; serta (c) penyebaran informasi harus bersifat adil, tepat waktu dan efisien.
- 3) Akuntabilitas/pertanggungjawaban (*accountability*), meliputi pengertian bahwa: (a) anggota dewan direksi harus bertindak mewakili kepentingan perusahaan dan para pemegang saham; (b) penilaian yang bersifat independen terlepas dari manajemen; serta (c) adanya akses terhadap informasi yang akurat, relevan dan tepat waktu.
- 4) Pertanggungjawaban (*responsibility*), meliputi: (a) menjamin dihormatinya segala hak pemegang kepentingan; (b) para pihak yang berkepentingan harus mempunyai kesempatan untuk mendapatkan ganti rugi yang efektif atas pelanggaran hak-hak mereka; (c) dibukanya mekanisme pengembangan prestasi bagi keikutsertaan pihak yang berkepentingan; serta (d) Jika diperlukan, para pihak

yang berkepentingan harus mempunyai akses terhadap informasi yang relevan.

Dan prinsip tambahan, yaitu:

- 5) Independensi untuk auditor eksternal.

B. Pengungkapan Sukarela

Tidak terdapat definisi berterima umum maupun landasan teoretis untuk pengungkapan sukarela. (Adina dan Ion, 2008) menyatakan bahwa pengungkapan sukarela merupakan penawaran informasi tambahan dalam kaitan dengan regulasi nasional yang berbeda maupun referensi internasional akan pelaporan bisnis. Pengungkapan tersebut tidak diwajibkan dalam aturan, namun menjadi sukarela melalui publikasi. Tia merupakan informasi yang tergantung pada pilihan perusahaan, di luar tekanan pasar modal, analisis keuangan, perusahaan konsultan maupun faktor-faktor kultural. Tujuan umum pelaporan keuangan adalah menyediakan informasi keuangan yang bermanfaat untuk membantu pengambilan keputusan bagi pihak-pihak pengguna laporan.

Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan emiten dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Pengungkapan wajib adalah informasi yang harus diungkapkan oleh emiten yang diatur oleh peraturan pasar modal di suatu negara. Di Indonesia, pengungkapan wajib dalam laporan tahunan diatur berdasarkan Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-134/BL/2006 (Peraturan X.K.6). Sedangkan pengungkapan sukarela merupakan pengungkapan informasi melebihi persyaratan minimum dari peraturan pasar modal yang berlaku. Perusahaan memiliki keleluasaan dalam melakukan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sehingga menimbulkan adanya keragaman atau variasi luas pengungkapan sukarela antar perusahaan.

C. Likuiditas Saham

Likuiditas merupakan merupakan sebuah keadaan yang di dalamnya investor mudah melakukan jual beli dan bahkan mudah menentukan harga sekuritas (Goh et al., 2008). Likuiditas saham merujuk pada aktivitas perdagangan saham di bursa efek. Acharya dan Pedersen (2005) menyatakan bahwa kos ekuitas akan lebih kecil pada kondisi pasar yang semakin likuid. Likuiditas maksimal ketika pedagang dapat bertransaksi tanpa ada penundaan waktu maupun ketidakpastian harga.

D. Saluran yang menghubungkan *corporate governance* dan likuiditas

Penelitian yang menguji hubungan antara *corporate governance* internal dan likuiditas telah dilakukan oleh Chung et al. (2009). Hasilnya menunjukkan bahwa *corporate governance* yang semakin baik akan mempersempit *spreads*, mempertinggi indeks likuiditas pasar, dan memperkecil kemungkinan terjadinya perdagangan berbasis informasi dalam (*inside information*). Chung et al. (2009) menyatakan bahwa

corporate governance memengaruhi likuiditas pasar saham karena governansi yang efektif akan meningkatkan transparansi keuangan dan operasional, yang akan mengurangi asimetri informasi antara investor dalam (pemegang saham mayoritas) dan investor luar (spekulan/*liquidity providers*).

Beberapa peneliti lain, dengan menggunakan data U.S., juga meneliti hubungan *corporate governance* dan likuiditas, meskipun dengan pengesetan yang berbeda. Attig et al. (2004), dengan menggunakan data bursa efek Kanada, memberi bukti empiris bahwa saham dengan pemisahan yang besar antara hak kendali (*control right*) dan hak pemilikan (*ownership right*), memiliki komponen asimetri informasi *bid-ask spread* yang makin lebar. Chen et al. (2007) menguji pengaruh pengungkapan dan mekanisme *corporate governance* pada likuiditas ekuitas dan memberi bukti bahwa perusahaan yang kurang transparan dan sedikit melakukan praktik pengungkapan akan mengalami asimetri informasi. Penelitian-penelitian tersebut memberi bukti empiris bahwa *corporate governance* berhubungan dengan likuiditas. Artinya, apabila perusahaan menerapkan praktik governansi yang baik maka likuiditas sahamnya akan meningkat.

Berdasarkan bukti-bukti empiris tersebut maka penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa semakin bagus praktik *corporate governance* akan meningkatkan likuiditas saham. Hipotesis tersebut dinyatakan sebagai berikut:

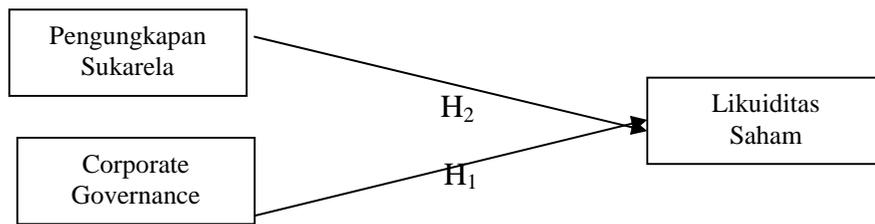
H1_a: *Corporate governance berpengaruh positif pada likuiditas saham.*

E. Saluran yang menghubungkan pengungkapan sukarela dan likuiditas

Dugaan bahwa semakin banyak pengungkapan sukarela akan meningkatkan likuiditas ditunjukkan oleh Hong dan Huang (2005) yang menyajikan sebuah model, yang di dalamnya manager melakukan aktivitas menarik investor untuk meningkatkan likuiditas saham perusahaan dengan biaya tinggi. Frost et al. (2006) menguji hubungan antara pengungkapan pasar modal dan perkembangan pasar di antara 50 bursa efek internasional. Mereka menemukan bahwa kuatnya sistem pengungkapan (aturan pengungkapan, pemantauan, dan undang-undang) secara positif berhubungan dengan perkembangan pasar, yang merupakan ukuran komposit yang mencakup dua ukuran likuiditas. Hasil ini menyarankan bahwa pengungkapan yang lebih besar akan menyebabkan pasar makin aktif karena investor bersedia aktif di dalamnya. Oleh karena itu, penelitian ini menduga makin besar pengungkapan sukarela, makin tinggi likuiditas saham.

H2_a: *Pengungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap likuiditas saham.*

Sedangkan untuk model penelitian digambarkan sebagai berikut:



III. METODA PENELITIAN

A. Data dan sampel

Penelitian ini menggunakan basis data keuangan yang tersedia di OSIRIS, laporan keuangan perusahaan, dan informasi keuangan lain yang tersedia di ICMD untuk variabel likuiditas saham dan pengungkapan sukarela. Sedangkan data skor CGPI diperoleh dari IICG (*Indonesian Institute for Corporate Governance*). Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI dan sahamnya aktif diperdagangkan dari periode tahun 2003-2008. Sampel tidak mengkhususkan pada sektor tertentu, misalnya pemanufakturan, karena penelitian ini tidak bermaksud menginvestigasi fungsi tertentu. Metoda penyampelan yang digunakan adalah metoda penyampelan bersasaran (*purposive sampling*).

B. Variabel dan pengukuran

Corporate governance:

Penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), hasil pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dilaporkan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG). Alasan penggunaan indeks ini disebabkan oleh keterbatasan data tentang penelitian penerapan *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Indeks tersebut merupakan salah satu indeks publikasian dari hasil penelitian pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan menggunakan instrumen yang telah disesuaikan dengan ketentuan-ketentuan peraturan yang berlaku di Indonesia (Khomsiyah, 2005).

Komponen indeks tersebut adalah prinsip-prinsip *corporate governance* yang telah dikembangkan oleh OECD, yaitu keadilan, akuntabilitas, responsibilitas, dan transparansi. Prinsip tersebut telah dijabarkan sesuai dalam 7 bagian: komitmen, dewan komisaris, dewan direksi, komite fungsional, hak pemegang saham, responsibilitas, dan transparansi. Indeks ini menggunakan skala interval 0 – 100.

Pengungkapan Sukarela:

Variabel dependen yang diuji dalam model penelitian ini adalah indeks pengungkapan sukarela (DSCORE). Indeks pengungkapan sukarela adalah suatu skor yang diberikan pada suatu laporan tahunan sebagai ukuran terhadap luas pengungkapan sukarela perusahaan. Ada dua tahapan terkait dengan indeks pengungkapan sukarela:

1. Mengembangkan daftar item pengungkapan sukarela.

Item pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan dikembangkan berdasarkan penelitian Meek dkk. (1995), Choi dan Mueller (1992) dalam Wulansari (2009). Selanjutnya, penelitian ini membandingkan antara daftar item pengungkapan sukarela dengan daftar item informasi pengungkapan wajib dalam laporan tahunan yang dikeluarkan melalui Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-134/BL/2006 (Peraturan X.K.6). Setelah mengeluarkan semua item informasi pengungkapan wajib dari daftar item pengungkapan sukarela maka diperoleh daftar item pengungkapan sukarela yang digunakan dalam penelitian ini. Dengan prosedur tersebut diperoleh 23 item informasi yang dapat diungkapkan secara sukarela oleh manajemen dalam laporan tahunan. Item-item informasi sukarela tersebut adalah sebagai berikut:

- 1) Informasi mengenai proyeksi jumlah penjualan tahun berikutnya, dapat secara kualitatif atau kuantitatif (a dan b).
- 2) Informasi mengenai proyeksi jumlah laba tahun berikutnya, dapat secara kualitatif atau kuantitatif (a dan b).
- 3) Informasi mengenai proyeksi jumlah aliran kas tahun berikutnya, dapat secara kualitatif atau kuantitatif (a dan b).
- 4) Informasi mengenai pesanan-pesanan dari pembeli yang belum dipenuhi dan kontrak-kontrak penjualan yang akan direalisasi di masa yang akan datang (a dan b).
- 5) Informasi mengenai analisis pesaing, dapat secara kualitatif atau kuantitatif (b).
- 6) Statemen perusahaan atau uraian mengenai pemberian kesempatan kerja yang sama; tanpa memandang suku, agama dan ras (b).
- 7) Uraian mengenai kondisi kesehatan dan keselamatan dalam lingkungan kerja (b).
- 8) Uraian mengenai masalah-masalah yang dihadapi perusahaan dalam recruitment tenaga kerja dan kebijakan-kebijakan yang ditempuh untuk mengatasi masalah tersebut (b).
- 9) Informasi mengenai level fisik output atau pemakaian kapasitas yang dicapai oleh perusahaan pada masa sekarang (a).
- 10) Uraian mengenai dampak operasi perusahaan terhadap lingkungan hidup dan kebijakan-kebijakan yang ditempuh untuk memelihara lingkungan (a dan b).
- 11) Informasi mengenai manajemen senior, yang meliputi nama, pengalaman dan tanggung jawabnya (b).
- 12) Uraian mengenai kebijakan-kebijakan yang ditempuh untuk menjamin kesinambungan manajemen (a).
- 13) Uraian mengenai pembagian tanggung jawab fungsional di antara dewan komisaris dan direksi (a).

- 14) Ringkasan statistik keuangan yang meliputi rasio-rasio rentabilitas, likuiditas dan solvabilitas untuk 6 tahun atau lebih (a).
- 15) Laporan yang memuat elemen-elemen rugi-laba yang diperbandingkan untuk 3 tahun atau lebih (a).
- 16) Laporan yang memuat elemen-elemen neraca yang diperbandingkan untuk 3 tahun atau lebih (a).
- 17) Informasi yang memerinci jumlah yang dibelanjakan untuk karyawan; yang dapat meliputi gaji dan upah, tunjangan dan pemotongan (a).
- 18) Informasi mengenai nilai tambah; dapat secara kualitatif atau kuantitatif (b).
- 19) Informasi mengenai biaya yang dipisahkan ke dalam komponen biaya tetap dan variabel (a).
- 20) Uraian mengenai dampak inflasi terhadap aktiva perusahaan pada masa sekarang dan atau di masa yang akan datang (b).
- 21) Informasi mengenai tingkat imbal hasil (return) yang diharapkan terhadap sebuah proyek yang akan dilaksanakan oleh perusahaan (a).
- 22) Informasi mengenai litigasi oleh pihak lain terhadap perusahaan di masa yang akan datang (c).
- 23) Informasi mengenai pihak-pihak yang mencoba memperoleh pemilikan substansial terhadap saham perusahaan (c).

Keterangan:

- a. Susanto (1992) dalam Wulansari (2008)
- b. Meek, Robert dan Gray (1995) dalam Wulansari (2008)
- c. Choi dan Mueller (1992) dalam Wulansari (2008)

2. Mengukur luas pengungkapan sukarela terhadap laporan tahunan.

Daftar item yang dikembangkan tersebut kemudian digunakan untuk mengukur tingkat luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan perusahaan sampel. Indeks pengungkapan untuk setiap perusahaan sampel diperoleh dengan cara sebagai berikut:

- a. Pendekatan untuk penentuan skor pengungkapan pada dasarnya bersifat dikotomi: sebuah item diberi skor satu (1) jika diungkapkan dan nol (0) jika tidak diungkapkan. Prosedur dikotomi diterapkan untuk item-item yang dipertimbangkan relevan dengan perusahaan tertentu berdasarkan pertimbangan setelah membaca seluruh isi laporan tahunan (Suripto, 1999 dalam Wulansari, 2008).
- b. Menggunakan model pengungkapan yang tidak diberi bobot sehingga memperlakukan semua item pengungkapan secara sama.

- c. Luas pengungkapan secara relatif setiap perusahaan diukur dengan indeks, yaitu rasio total skor yang diberikan kepada sebuah perusahaan dengan skor yang diharapkan dapat diperoleh perusahaan tersebut.

Dengan demikian semakin banyak item informasi dalam daftar yang dimuat dalam laporan tahunan maka semakin besar indeks luas pengungkapan sukarela perusahaan yang bersangkutan dan sebaliknya.

Likuiditas saham:

Penelitian ini menggunakan ukuran frekuensi perdagangan saham (*trading frequency*) dengan beberapa alasan. Pertama, kriteria yang selama ini digunakan untuk menetapkan 45 saham terlikuid (LQ45) setiap enam bulan adalah volume dan frekuensi transaksi. Artinya, semakin besar volume dan frekuensi transaksi maka semakin tinggi likuiditas. Di samping itu, penelitian yang dilakukan oleh Febrian dan Herwany (2008), yang menguji ketiga ukuran likuiditas (*bid-ask spread*, frekuensi perdagangan dan rasio-rasio likuiditas) dengan menggunakan model GARCH, menyediakan bukti empiris bahwa frekuensi perdagangan dengan data bulanan merupakan ukuran yang paling tepat untuk mengukur likuiditas saham di BEI. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fleming (2003) dan Huang et al. (2002), yang menyediakan bukti empiris bahwa frekuensi perdagangan memiliki tingkat signifikansi paling tinggi dibandingkan kedua variabel yang lain.

C. Pengujian hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah *corporate governance* dan pengungkapan sukarela memengaruhi likuiditas. Analisis yang digunakan untuk menguji pengaruh tersebut adalah dengan uji regresi berganda (*multiple regression*) atau biasa dinyatakan dalam *ordinary least square* (OLS). Cohen dan Cohen (1983) menyatakan bahwa untuk menguji kecukupan (*adequacy*) model regresi maka residual (*residuals*) dari nilai regresi estimasian harus diuji. Oleh karena itu, sebelum menguji hipotesis dilakukan pengujian untuk memastikan bahwa asumsi mendasar pada model regresi terpenuhi. Tes dilakukan terhadap normalitas residual, homogenitas variansi residual, dan ketepatan model linear. Untuk memastikan terpenuhinya asumsi mendasar pada model regresi maka keberadaan multikolinearitas diuji dengan uji toleransi (*tolerance test*) dan uji VIF (*variance inflation factor*) untuk masing-masing model regresi.

IV. Analisis dan Pembahasan

Sampel penelitian adalah perusahaan nonkeuangan peserta survei CGPI, yang terdaftar di BEI, yang datanya tersedia untuk menghitung variabel-variabel yang diuji dalam penelitian ini. Periode penelitian adalah tahun 2003 sampai dengan 2008. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 50 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar dalam CGPI (*corporate governance perception index*). Alasan hanya menggunakan sektor nonkeuangan adalah karena perbedaan sifat industri antara

sektor keuangan dan nonkeuangan. Alasan lain adalah ketatnya regulasi yang berlaku pada sektor keuangan yang mungkin berpengaruh terhadap hasil pengujian.

a. Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan pengujian hipotesis maka statistik deskriptif masing-masing variabel yang diuji dalam penelitian ini akan dianalisis terlebih dahulu. Statistik deskriptif variabel yang menjadi fokus penelitian ini digambarkan pada Tabel I.

Tabel I. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Deviasi Standar
GP	50	56,38	87,4	76,55942857	6,645995231
DSCORE	50	0,173913043	0,521739130	0,334492754	0,093462091
LS	50	1	2099,5	295,0421818	374,6778079

Tabel I memperlihatkan nilai mean dari variabel *corporate governance* (CG) sebesar 76,56, sedangkan nilai tertinggi GP adalah 87,4 dan nilai terendahnya adalah sebesar 56,38, dengan deviasi standar sebesar 6,65. Dari data tersebut terlihat bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi sampel penelitian telah memiliki praktik *corporate governance* yang baik, meskipun terdapat variansi nilai praktik *corporate governance* yang cukup besar.

Nilai mean variabel pengungkapan sukarela (DSCORE) sampel observasian adalah 0,334492754. Nilai tertinggi DSCORE adalah 0,521739130 sedangkan nilai terendah adalah 0,173913043 dengan deviasi standar sebesar 0,093462091. Data tersebut menunjukkan bahwa secara statistis perusahaan sudah melakukan pengungkapan sukarela, meskipun koefisien pengungkapan sukarela tidak besar. Deviasi standar yang mendekati nol menunjukkan bahwa variabilitas data terhadap mean tidak besar.

Nilai mean likuiditas saham (LS) sampel observasian adalah 295,04. Nilai tertinggi LS adalah 2099,5 sedangkan nilai terendah adalah 1 dengan deviasi standar sebesar 374,678. Dari data tersebut dapat kita lihat bahwa terjadi variansi yang sangat besar atas nilai likuiditas saham perusahaan-perusahaan publik di Indonesia yang menjadi sampel pada penelitian ini. Data tersebut menunjukkan bahwa ada saham perusahaan sampel yang sahamnya tidak secara aktif diperdagangkan di lantai bursa, dan ada pula perusahaan sampel yang sahamnya sangat aktif diperdagangkan. Hal ini terlihat aneh ketika dibandingkan dengan nilai praktik *corporate governance* sampel yang rata-rata menunjukkan nilai yang baik.

b. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian atas hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda (*multiple regression*). Teknik estimasi

variabel dependen yang melandasi analisis regresi disebut *ordinary least squares* (OLS). Menurut Gujarati (2003), terdapat sepuluh asumsi utama yang mendasari model regresi linier klasik dengan menggunakan model OLS. Dari sepuluh asumsi tersebut, terdapat tiga asumsi yang penting untuk diperhatikan pada penelitian ini, yaitu normalitas, heteroskedastisitas, dan multikolinearitas.

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji heteroskedastisitas White menunjukkan nilai p sebesar 0,459711, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Pengujian normalitas dilakukan untuk mengetahui normal atau tidaknya suatu distribusi data. Pengujian normalitas pada penelitian ini menggunakan uji normalitas *chi-square*. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa distribusi data pada kedua pengujian regresi adalah normal. Hal ini ditunjukkan dengan nilai p sebesar 0,00000 baik pada pengujian pertama maupun kedua.

Salah satu asumsi model regresi linear adalah bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas antara variabel independen yang masuk dalam model penelitian. Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya masalah multikolinearitas adalah dengan melihat nilai VIF (*variance inflation factors*), bila nilai VIF kurang dari 10 dan nilai toleransi (*tolerance value*) di atas 0,10 maka tidak terdapat gejala multikolinearitas yang berbahaya dan begitu pula sebaliknya. Dari hasil pengujian, diperoleh hasil bahwa nilai VIF sebesar 1,139. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas pada variabel *corporate governance* dan pengungkapan sukarela.

c. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui tingkat signifikansi statistis masing-masing variabel independen. Apabila signifikansi statistis (*p-value*) yang diperoleh lebih kecil dari 0,05 maka H_0 dapat ditolak ($\alpha=5\%$).

Hasil pengujian menghasilkan nilai p, yang secara statistis signifikan pada $\alpha=1\%$, sebesar 0,0005 untuk variabel *corporate governance* dan $<0,0001$ untuk variabel pengungkapan sukarela (Tabel II). Artinya, baik *corporate governance* maupun pengungkapan sukarela memengaruhi likuiditas saham.

Koefisien variabel *corporate governance* bernilai positif, artinya *corporate governance* secara empiris berpengaruh positif pada likuiditas saham. Nilai koefisien pengungkapan sukarela bernilai positif, yang menunjukkan bahwa pengungkapan sukarela secara empiris berpengaruh terhadap likuiditas saham. Artinya, makin besar pengungkapan sukarela, makin tinggi likuiditas. Penjelasan yang mungkin dari hasil ini adalah bahwa investor mencermati informasi-informasi yang diungkapkan secara sukarela dalam laporan tahunan perusahaan sehingga peningkatan pengungkapan sukarela direspon dengan meningkatkan likuiditas saham.

Tabel II. Hasil pengujian regresi

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
Const	-1821,24	438,702	-4,1514	0,00023***
CGPI	28,0657	5,96202	4,7074	0,00005***
DSCORE	917,868	175,117	5,2415	<0,00001***

***signifikan pada $\alpha = 1\%$

Tabel II juga menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas. Data menunjukkan bahwa nilai VIF adalah sebesar 1,139 (nilai VIF < 10,0) sehingga disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas. Pengujian ini juga menunjukkan bahwa data berdistribusi normal, yang ditunjukkan dengan nilai p pada pengujian *chi-square* sebesar 0,00000.

V. Simpulan, Keterbatasan dan Implikasi Penelitian

a. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris apakah *corporate governance* dan pengungkapan sukarela berpengaruh positif pada likuiditas saham. Penelitian ini bermaksud mereplikasi penelitian yang dilakukan oleh Goh et al. (2008) dengan menyediakan bukti empiris hubungan antara *corporate governance*, pengungkapan sukarela, dan likuiditas saham.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan nonkeuangan peserta survei CGPI tahun 2003-2008. Pengujian dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda (*multiple regression*).

Hasil penelitian menunjukkan hal-hal sebagai berikut: pertama, terdapat bukti empiris bahwa *corporate governance* secara statistik berpengaruh positif pada likuiditas saham. Bukti empiris ini mendukung penelitian Chung et al. (2009), yang menyatakan bahwa *corporate governance* memengaruhi likuiditas saham.

Hasil kedua menunjukkan bahwa pengungkapan sukarela secara statistik berpengaruh positif terhadap likuiditas saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor merespon pengungkapan sukarela yang ditunjukkan dengan peningkatan likuiditas saham. Hasil ini juga mendukung penelitian oleh Goh et al. (2008), yang menyatakan bahwa pengungkapan sukarela berpengaruh secara positif terhadap likuiditas saham.

b. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu: pertama, periode pengamatan yang tidak menggunakan keseluruhan periode survei CGPI, yaitu tahun 2001-2008. Keterbatasan ini diakibatkan oleh adanya keterbatasan data, baik data skor peserta CGPI publikasian maupun data laporan keuangan yang disediakan oleh Osiris dan PDBE. Tia mungkin akan memengaruhi generalisasi hasil penelitian.

Kedua, terbatasnya peserta survei CGPI-IICG, yang rata-rata per tahun hanya sekitar 27 perusahaan untuk survei 2003-2008. Secara rata-rata, peserta survei CGPI adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki praktik *corporate governance* yang baik dengan skor minimal 56,38 (skor cukup

terpercaya). Sampel yang digunakan dapat menimbulkan bias bertahan (*survivorship bias*). Sayangnya, penelitian ini tidak dapat mengontrol kemungkinan terjadinya bias tersebut.

c. Implikasi dan Saran Penelitian

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan perioda pengamatan secara keseluruhan. Di samping itu penelitian selanjutnya juga disarankan untuk menginvestigasi variabel lain yang mungkin memengaruhi likuiditas saham. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menguji variabel-variabel yang berpengaruh terhadap likuiditas saham pada perusahaan-perusahaan keuangan untuk menginvestigasi adanya perbedaan pada kedua jenis industri. Selain itu, sebaiknya penelitian selanjutnya membedakan antara sampel berdasarkan skor CGPI yang diperoleh untuk menghilangkan bias bertahan (*survivorship bias*).

REFERENSI

- Acharya, V., dan L. H. Pedersen. 2005. Asset Pricing with Liquidity Risk. *Journal of Financial Economics* 77: 375-410.
- Adina, P. dan P. Ion. 2008. Aspects Regarding Corporate Mandatory and Voluntary Disclosure. Working Paper. Diunduh dari <http://steconomice.uoradea.ro>.
- Amihud, Y., and H. Mendelson. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics* 17: 223-249.
- Attig, N., W.M. Fong, Y. Gadhoun dan L.H.P. Lang. 2004. Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity. Working Paper. SSRN.
- Brockman, P., dan D. Y. Chung. 2008. Investor Protection, Adverse Selection, and the Probability of Informed Trading. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 30: 111-131.
- Chen, K.Y., R.J. Elder, dan Y.M. Hsieh. 2007. Corporate Governance and Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-Practice Principles for Taiwanese Listed Companies. Working Paper. SSRN.
- Chung, K.H., J. Elder, dan J-C. Kim. 2009. Corporate Governance and Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (forthcoming).
- Cohen, J., & Cohen, P. (1983). *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences* (2nd Ed.). Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Daniri, M.A. 2004. Good Corporate Governance: Pengertian dan Konsep Dasar. Makalah (takterpublikasi).
- Fama, E. F., dan M. C. Jensen. 1983. Agency Problems and Residuals Claims. *Journal of Law and Economics* 26: 327-349.
- Febrian, E. dan A. Herwany. 2008. Liquidity Measurement Based on Bid-Ask Spread, Trading Frequency, and Liquidity Ratio: The Use of GARCH Model on Jakarta Stock Exchange (JSX). Working Paper. SSRN.

- Fleming, M.J. 2003. Measuring Treasury Market Liquidity. *Economic Policy Review*. Federal Reserve Bank of New York.
- Frost, C.A., E. A. Gordon, and A. F. Hayes. 2006. Stock Exchange Disclosure and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges. *Journal of Accounting Research* 44: 437-483.
- Goh, B.W, J. Ng, dan K.O. Yong. 2008. Corporate Governance and Liquidity: An Exploration of Voluntary Disclosure, Analyst Coverage and Adverse Selection as Mediating Mechanism. Working Paper. SSRN.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometrics*, 4th ed., Boston, McGraw-Hill
- Handa, P. dan R.A. Schwartz. 1996. Limit Order Trading. *Journal of Finance* 51 (5).
- Hong, H., and M. Huang. 2005. Talking Up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations. *Journal of Financial Economics* 14: 1-31.
- Huang, R.D., J. Cai dan Xiaozu Wang. 2002. Information Based Trading in the Treasury Note Interdealer Broker Market. *Journal of Financial Intermediation* 11 (3): 269-96.
- Jensen, M., dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Khomsiyah. 2005. Hubungan Corporate Governance dan Pengungkapan Informasi: Pengujian secara Simultan. Disertasi. Universitas Gadjah Mada.
- LaFond, R., M. H. Lang, dan H. Ashbaugh-Skaife. 2007. Earnings Smoothing, Governance and Liquidity: International Evidence. Working Paper. MIT. SSRN.
- Leuz, C., dan R. Verrecchia. 2000. The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research* 38: 91-124.
- Meek, Gary K., Clare B. Roberts, Sidney J. Gray. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosure by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies* 26(3): 555-572.
- Surat Keputusan Menteri Negara BUMN No. KEP-117/M-MBU/2002 Tanggal 1 Agustus 2002. Diunduh dari <http://www.iicg.org>.
- Surat Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-134/BL/2006 (Peraturan X.K.6) tentang Penyampaian Laporan Keuangan. Diunduh dari <http://www.bapepam.go.id>.
- Wulansari, F. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan. Skripsi. Universitas Islam Indonesia.