

KUALITAS LABA DAN LIKUIDITAS SAHAM: STUDI DI BURSA EFEK INDONESIA

MOH. NASIH

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga

ABSTRAK

Laba (income) merupakan bottom line yang sering digunakan oleh investor untuk menilai kinerja perusahaan. Pengumuman laba merupakan salah satu disclosure yang diharapkan dapat menurunkan asimetri informasi dan pada akhirnya dapat meningkatkan likuiditas saham. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kualitas laba terhadap likuiditas saham. Dengan menggunakan bid ask spread dan tingkat illikuiditas saham sebagai proksi likuiditas saham, penelitian ini menguji pengaruh kualitas laba yang diukur dengan discretionary accrual dan earnings smoothing pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2008—2010. Secara umum, penelitian ini menemukan bahwa kualitas laba berpengaruh positif terhadap likuiditas saham.

Kata kunci: *bid ask spread, discretionary accrual, earnings smoothing, earnings quality, stock liquidity*

ABSTRACT

Net income is a bottom line that is often used by investor to assess the company's performance. Earnings announcement is one of disclosure that is expected to reduce information asymmetry and to increase the liquidity of the stock. This study aimed to examine the effect of earnings quality on stock liquidity. By using the bid ask spread and stock illiquidity as a proxy for stock liquidity, this study examines the effect of earnings quality as measured by discretionary accruals and earnings smoothing for companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2008-2010. In general, the study found that earnings quality has a positive effect on the liquidity.

Key words: *bid ask spread, discretionary accrual, earnings smoothing, earnings quality, stock liquidity*

PENDAHULUAN

Salah satu tujuan pelaporan keuangan adalah membantu proses pengambilan keputusan baik bagi investor, kreditor, manajemen dan *stakeholders* lainnya. Banyaknya pihak yang berkepentingan terhadap informasi keuangan yang dihasilkan oleh perusahaan menuntut badan penetap standar (dalam hal ini adalah Ikatan Akuntan Indonesia) untuk memberikan pedoman penyusunan laporan keuangan agar menghasilkan informasi yang berkualitas sehingga membantu pengambilan keputusan yang berkualitas pula. Melalui penyusunan standar akuntansi keuangan diharapkan dapat memberikan informasi tentang posisi keuangan perusahaan, prestasi dan kegiatan perusahaan, dan informasi yang disusun didasarkan pada prinsip akuntansi yang lazim diharapkan mempunyai sifat jelas, konsisten, terpercaya dan dapat diperbandingkan.

Laba akuntansi menjadi salah satu *bottom line* yang paling banyak mendapat perhatian dari investor dan *stakeholders*. Hal ini tidak terlepas dari hasil peneli-

tian Ball dan Brown (1968) dan Beaver (1968) yang menemukan adanya hubungan antara laba akuntansi dengan *return* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa laba akuntansi menjadi variabel yang berguna bagi investor sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

Kasus Enron pada tahun 2001 menjadi salah satu 'pukulan telak' bagi dunia akuntansi dan auditing mengingat mekanisme kecurangan yang dilakukan oleh manajemen Enron melibatkan penggunaan prinsip-prinsip akuntansi dan penggunaan jasa auditor sebagai pihak yang membantu merancang rekayasa keuangannya. Di Indonesia, kasus manipulasi juga terjadi pada PT KAI yang *overstated* dalam menyajikan pendapatan sehingga PT KAI yang seharusnya melaporkan kerugian justru mempublikasikan perolehan laba pada tahun 2005. Banyaknya potensi manipulasi yang bisa dilakukan oleh manajemen perusahaan mendorong tingginya tuntutan untuk meningkatkan kualitas informasi laporan keuangan.

Prakash dan Rappaport (1975) yang menyatakan bahwa informasi akuntansi memegang peran penting dalam meningkatkan efisiensi pasar modal melalui mekanisme permintaan dan penawaran sekuritas. *Disclosure* yang diberikan oleh perusahaan kepada publik dapat menurunkan asimetri informasi diantara pelaku pasar (*trader*) sehingga para pelaku pasar dapat mengambil keputusan investasi secara efektif pada tingkat harga yang wajar sehingga likuiditas saham perusahaan tersebut juga meningkat.

Riahi-Belkoui (2005) mencoba untuk meneliti pengaruh dari kualitas pelaporan keuangan terhadap pertumbuhan perekonomian. Dia tidak menemukan pengaruh yang signifikan antara kualitas akuntansi dan pertumbuhan perekonomian secara langsung, namun hasil riset mereka menemukan bahwa komponen eksogen dari perkembangan pasar modal—yaitu komponen yang dipengaruhi oleh kualitas akuntansi—berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Heflin, Shaw dan Wild (2005) meneliti pengaruh kualitas informasi terhadap likuiditas saham. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kualitas *disclosure* dan *spread* berhubungan negatif, artinya ketika kualitas informasi yang disampaikan oleh perusahaan meningkat maka likuiditas sahamnya juga meningkat. Heflin, Shaw dan Wild (2005) juga menunjukkan bahwa peningkatan kualitas informasi keuangan dapat menurunkan asimetri informasi diantara pelaku pasar (*trader*). Heflin, Shaw dan Wild (2005) menggunakan indeks *disclosure* untuk mengukur kualitas informasi keuangan.

Berbeda dengan Heflin, Shaw dan Wild (2005), penelitian ini menguji pengaruh kualitas laporan keuangan yang diukur dengan menggunakan

kualitas laba terhadap likuiditas saham. Penggunaan indeks *disclosure* sebagai pengukur kualitas informasi keuangan memiliki kelemahan sebagai berikut:

- 1) Indeks *disclosure* lebih menekankan pada banyaknya informasi yang disampaikan oleh manajemen perusahaan, bukan pada isi (*content*) dari informasi tersebut. Hal ini bisa menimbulkan bias pengukuran ketika informasi yang disampaikan dalam pelaporan keuangan tidak mencerminkan *truth information*, sehingga bisa menyesatkan pengambilan keputusan oleh *stakeholders*.
- 2) Tingginya indeks *disclosure* belum menjamin laporan keuangan perusahaan bebas dari unsur manipulasi atau rekayasa keuangan.
- 3) Investor di pasar modal seringkali menggunakan informasi laba sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

Berdasarkan alasan tersebut, penelitian ini menggunakan kualitas laba sebagai indikator dari kualitas informasi keuangan. Tinggi rendahnya kualitas laba diukur dengan tingkat akrual dan besarnya perataan laba yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.

Pertanyaan yang ingin dijawab dari penelitian ini adalah apakah kualitas laporan keuangan memiliki berpengaruh terhadap likuiditas saham, dan apakah kualitas laporan keuangan mempengaruhi *return* saham. Motivasi utama dilakukannya penelitian ini adalah sedikitnya penelitian di Indonesia yang berupaya menguji pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap likuiditas saham.



LITERATURE REVIEW dan PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Earnings Quality

Analisis sekuritas memiliki kepentingan terhadap informasi keuangan perusahaan guna mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan. Salah satu kinerja keuangan yang paling sering dianalisis adalah tingkat *earnings power* yang dihasilkan oleh perusahaan. Kendala yang dihadapi oleh analisis sekuritas adalah sulitnya menandingkan angka laba dari tahun ke tahun atau antar perusahaan karena laba (*earnings*) merepresentasikan interaksi antara metode akuntansi dan kebijakan manajemen tentang pelaporan keuangan. Hal ini mendorong munculnya variasi

antar laporan keuangan perusahaan. Jadi, kualitas laba yang dilaporkan oleh perusahaan merupakan obyek yang dibutuhkan oleh analisis sekuritas untuk menilai kinerja perusahaan. Bagi analisis sekuritas, kualitas laba berhubungan dengan *true earnings power* perusahaan.

Riahi-Belkoui (2005) mengoperasionalkan kualitas informasi akuntansi sebagai *earnings opacity*. Istilah *earnings opacity* ini diperkenalkan oleh Bhattacharya, Daouk dan Welker (2003). *Earnings opacity* mengukur seberapa besar *reported income* gagal memberikan informasi mengenai *economic earnings* yang sesungguhnya—yang sebenarnya tidak dapat diobservasi—dari perusahaan tersebut. Secara

singkat, *earnings opacity* adalah hilangnya tingkat keinformatifan dari *reported earnings* sebuah perusahaan.

Reported earnings sebuah perusahaan bisa menjadi bias karena adanya interaksi yang kompleks antara motivasi manajerial, standar akuntansi dan kualitas audit (Bhattacharya, Daouk dan Welker, 2003). Bisa jadi bahwa *reported earnings* mengalami penurunan kualitas karena adanya motivasi manajemen untuk memanipulasi angka laba, dan hal ini dimungkinkan oleh standar akuntansi yang memberikan fleksibilitas dalam pemilihan praktik-praktik akuntansi. Atau lemahnya kualitas *reported earnings* bisa jadi tidak disebabkan oleh motivasi untuk memanipulasi laba melainkan karena standar akuntansi yang belum mampu memberikan metode yang terbaik untuk menyajikan sebuah informasi ekonomis dari sebuah aktivitas bisnis perusahaan, dan manajemen tidak berminat untuk mengatasi kelemahan ini.

Terdapat beberapa proksi untuk mengukur kualitas laporan keuangan. Beberapa peneliti menggunakan indeks *disclosure* untuk menilai kualitas laporan keuangan (Greenstein dan Sami, 1994; Welker, 1995; Heflin, Shaw dan Wild, 2005). Beberapa peneliti menggunakan *earnings opacity* sebagai indikator kualitas informasi (Riahi-Belkoui, 2005; Ball, Kothari, dan Robin, 2000; Bhattacharya, Daouk, dan Welker, 2003).

Bhattacharya, Daouk dan Welker (2003) mendefinisikan *earnings opacity* sebagai ukuran seberapa besar informasi angka laba perusahaan merefleksikan *true value*-nya atau kinerja ekonomisnya yang secara sifatnya tidak dapat diobservasi. *Earnings opacity* yang rendah mengindikasikan tingginya kualitas laporan keuangan dan kondisi ini akan mendorong terciptanya aktivitas yang produktif dan akumulasi modal, akuisisi keahlian serta transfer teknologi.

Implikasi dari *earnings opacity*: tinggi kualitas laporan keuangan—sebagai hasil dari rendahnya *earnings opacity*—secara tepat dan jujur menggambarkan output unit produktif perusahaan dan mengurangi perilaku oportunistik oleh manajemen. *Earnings opacity* terjadi sebagai akibat dari tindakan *insiders* (yaitu manajer dan pemegang saham pengendali) untuk melakukan manajemen laba guna menutupi penyimpangan yang mereka lakukan dan tindakan *rent-seeking* dari manajemen dan *outsiders*.

Likuiditas Saham

Likuiditas dalam suatu pasar memiliki berbagai definisi dan interpretasi. Pengertian likuiditas yang

paling sederhana adalah kemampuan untuk melakukan transaksi tanpa mengeluarkan biaya yang signifikan. Semakin cepat suatu transaksi bisa dieksekusi tanpa penurunan harga yang signifikan maka dikatakan aset tersebut memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Semakin cepat saham bisa terjual dengan harga yang wajar maka dikatakan likuiditas saham tersebut tinggi.

Likuiditas pada pasar finansial adalah kemampuan untuk menyerap secara baik aliran permintaan pembelian dan penjualan. Likuiditas (*liquidity*) adalah seberapa mudah (dan cepat) suatu aset dapat dijual dan tetap berada dekat dengan nilai wajarnya. Ini adalah hubungan antara dimensi waktu (berapa lama dibutuhkan waktu untuk melepaskan) serta dimensi harga (diskon dari harga wajarnya) dari aset yang diinvestasikan. Jika pasar kehilangan likuiditasnya maka pesanan pembelian atau penjualan tidak akan dapat dieksekusi pada tingkat harga yang wajar dan stabil.

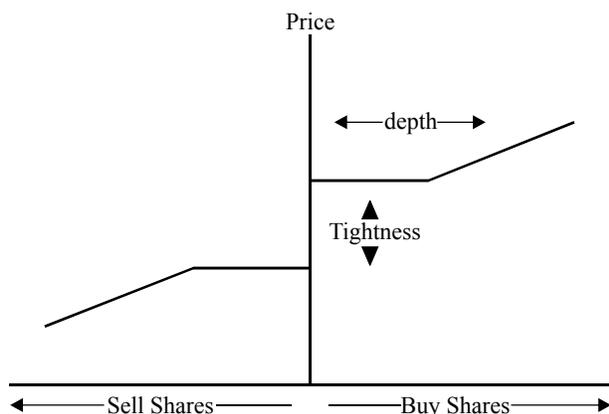
Menurut Levine (2003), pasar saham yang memiliki likuiditas yang baik membuat aset keuangan yang diperdagangkan di dalam pasar saham memiliki resiko yang rendah, karena memungkinkan bagi investor untuk melakukan perdagangan jual-beli dengan cepat dan mudah ketika investor ingin mengubah portofolionya. Keuntungan bagi perusahaan adalah pada saat perusahaan membutuhkan modal dapat memperolehnya dengan mudah melalui pasar saham dengan penerbitan ekuitas. Kedua keuntungan tersebut yaitu minimnya resiko bagi investor dalam melakukan perdagangan dan kemudahan bagi perusahaan untuk mendapatkan tambahan modal adalah suatu keuntungan bagi pertumbuhan ekonomi.

Kyle (1985) memecah likuiditas ke dalam 3 komponen, yaitu kerapatan (*tightness*), kedalaman (*depth*) dan resiliensi (*resiliency*). Kerapatan mengacu pada perbedaan harga transaksi dari harga efisien, yaitu harga yang seharusnya terjadi dalam kondisi ekuilibrium. Pedagang efek seringkali menetapkan harga *bid* dan *ask* sedikit di atas dan di bawah penilaian aset ekuilibrium. Suatu pasar yang memiliki likuiditas yang sempurna (berkaitan dengan kerapatan) hanya akan terjadi bila *spread* yang terjadi antara *bid* dan *ask* adalah nol, sehingga *trader* dapat membeli dan menjual pada harga yang sama. Komponen kerapatan ini seringkali disebut *bid-ask spread*.

Model asimetri informasi (Copeland dan Galai, 1983) mengasumsikan adanya tiga jenis agen di pasar, yaitu *informed trader* yang merupakan pemroses informasi

potensial, *uninformed trader*, dan *risk-neutral specialist*. *Informed trader* melakukan transaksi perdagangan dengan dilatarbelakangi oleh informasi privat yang mereka miliki yang tidak terefleksi dalam harga saham, dan mereka bersifat spekulatif. *Informed trader* masuk ke dalam pasar karena mereka memiliki informasi mengenai nilai aset di masa yang akan datang yang belum terpublikasikan, sedangkan *uninformed trader* atau yang seringkali dikenal dengan *liquidity trader* bertransaksi dengan tujuan untuk menyesuaikan portofolio yang dimilikinya dalam rangka optimisasi arus kas berdasarkan seperangkat informasi yang dimilikinya. Spesialis merupakan partisipan pasar yang bisa bertindak sebagai *broker* atau *dealer*. *Broker* melakukan transaksi guna memenuhi pesanan dari investor yang menjadi kliennya, sedangkan *dealer* merupakan *broker* sekaligus memiliki kewenangan melakukan transaksi untuk dirinya sendiri. Spesialis—dalam hal ini adalah *dealer*—diasumsikan memiliki seperangkat informasi yang identik dengan pedagang likuid. Dalam kondisi ini, *dealer* menghadapi masalah *adverse selection* dan menghadapi potensi rugi ketiga bertransaksi dengan *informed trader*. Bagi *dealer*, untuk menutupi kerugian dari *informed trader* mereka harus meningkatkan *spread*-nya terhadap *liquidity trader*.

Komponen kedua dari likuiditas adalah kedalaman (*depth*), yaitu volume yang diperdagangkan pada tingkat harga yang terjadi. Secara teknis, *bid depth* adalah jumlah saham yang akan dibeli oleh spesialis atau *dealer* pada *current bid price*, sedangkan *ask depth* adalah jumlah saham yang akan dijual oleh spesialis atau *dealer* pada *current ask price*. Berdasarkan perspektif likuiditas pasar, kedalaman menunjukkan jumlah saham yang dapat diperdagangkan dengan tidak berpengaruh terhadap harga pasar. Secara grafik, kedua komponen likuiditas dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1 Komponen Likuiditas (Engle dan Lange, 1997)

Komponen likuiditas ketiga adalah resiliensi, yaitu kecepatan suatu harga untuk kembali ke harga efisien (ekuilibrium) setelah terjadi penyimpangan atau lompatan harga. Dalam pasar yang sangat likuid, harga akan segera kembali ke tingkat efisien setelah terjadi lompatan harga yang tidak mempengaruhi nilai fundamental saham. Namun, komponen ini sangat sulit diukur mengingat arus informasi yang kontinyu masuk ke dalam pasar sehingga sulit untuk mengetahui kecepatan lentingan harga sekuritas untuk kembali ke harga efisien khusus untuk informasi tertentu. Dengan kata lain, sangat sulit untuk mengontrol faktor-faktor lain yang masuk ke dalam pasar.

Teori Bid Ask Spread

Literatur mikrostruktur mengenai *bid ask spread* menyatakan bahwa terdapat suatu komponen *spread* yang turut memberikan kontribusi terhadap kerugian yang dialami dealer ketika bertransaksi dengan *informed trader*. Komponen tersebut adalah:

- 1) Biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*), terdiri dari biaya yang dibebankan oleh *dealer* atas kesiapannya mempertemukan pesanan pembelian dan penjualan, serta kompensasi atas waktu yang diluangkan oleh dealer untuk menyelesaikan transaksi.
- 2) Biaya penyimpanan persediaan (*inventory holding cost*), yaitu biaya yang ditanggung oleh *dealer* untuk menyimpan sejumlah saham agar dapat diperdagangkan sesuai dengan permintaan.
- 3) *Adverse selection component*, mencerminkan sebuah harga (*reward*) yang diberikan kepada pedagang sekuritas untuk mengambil suatu risiko ketika berhadapan dengan investor yang memiliki informasi superior (*informed trader*), komponen ini terkait erat dengan arus informasi di pasar modal.

Berkaitan dengan kualitas informasi, fokus perhatian penelitian adalah pada komponen *adverse selection*. Beberapa penelitian yang dilakukan oleh Bagehot (1971), Easley dan O'Hara (1987) yang dikutip oleh Callahan, Lee dan Yohn (1997) telah mengembangkan model teoretis yang menghubungkan arus informasi terhadap *bid ask spread*. Premis yang mereka ajukan adalah bahwa sebagian investor memiliki lebih banyak informasi mengenai nilai saham dibandingkan *dealer*. *Dealer* mengetahui bahwa *informed trader* ini hanya akan berdagang jika dipandang menguntungkan bagi mereka. Disisi lain, dealer juga mengetahui bahwa mereka akan memperoleh keuntungan bila berdagang dengan *uninformed trader*.

Model ini menyatakan bahwa *dealer* menetapkan *bid ask spread* sedemikian rupa sehingga keuntungan yang diharapkan dari *uninformed trader* dapat menutup kerugian dari *informed trader*. Oleh karena itu, komponen *adverse selection* dari *spread* ini akan lebih besar ketika *dealer* memprediksi bahwa potensi untuk bertransaksi dengan *informed trader* lebih besar, atau ketika *dealer* meyakini bahwa *informed trader* memiliki informasi yang lebih akurat. Dalam kondisi ini maka komponen *adverse selection* dari *bid ask spread* merefleksikan tingkat risiko asimetri informasi yang dirasakan oleh *dealer*. Jadi, ketika *dealer* bertransaksi dengan *informed trader* maka biaya transaksi akan meningkat, dan adanya asimetri informasi akan membawa pada *bid ask spread* yang lebih besar.

Richardson (2000) menemukan hubungan antara likuiditas saham yang diukur dengan bid ask spread dengan earnings management, yaitu semakin besar earnings management yang dilakukan oleh perusahaan maka likuiditas sahamnya semakin menurun. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Chung et al (2010) yang menyatakan bahwa semakin agresif manajemen dalam memilih praktik akuntansi,

trader semakin memperlebar *bid-ask spread*nya dalam rangka memproteksi mereka terhadap kemungkinan kerugian akibat dari tingginya asimetri informasi tentang kualitas laporan keuangan perusahaan.

Disclosure yang diberikan oleh perusahaan kepada publik dapat menurunkan asimetri informasi diantara pelaku pasar (*trader*) sehingga para pelaku pasar dapat mengambil keputusan investasi secara efektif pada tingkat harga yang wajar sehingga likuiditas saham perusahaan tersebut juga meningkat. Amihud dan Mendelson (1986) menyatakan bahwa peningkatan likuiditas saham akan menurunkan *cost of capital* perusahaan. Heflin, Shaw dan Wild (2005) meneliti pengaruh kualitas informasi terhadap likuiditas saham dan menemukan bahwa semakin tinggi kualitas informasi yang dipublikasikan dapat meningkatkan likuiditas saham. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Bardos (2011).

H₁: Kualitas laba berpengaruh positif terhadap likuiditas saham



METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan periode pengujian mulai tahun 2008 sampai dengan 2010. Penelitian ini menggunakan 83 perusahaan selama 3 tahun untuk menguji pengaruh likuiditas saham terhadap kualitas laba. Model yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$LIQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PRICE_{i,t} + \alpha_2 TRANS_{i,t} + \alpha_3 VAR_{i,t} + \alpha_4 DEPTH_{i,t} + \alpha_5 MVE_{i,t} + \alpha_6 EQ_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Keterangan:

- α = konstanta
- $\alpha_1 - \alpha_6$ = koefisien regresi untuk masing-masing variabel
- $LIQ_{i,t}$ = likuiditas perusahaan i pada tahun ke t
- $PRICE_{i,t}$ = harga saham perusahaan i pada tahun ke t
- $TRANS_{i,t}$ = jumlah transaksi perdagangan saham perusahaan i pada tahun ke t
- $VAR_{i,t}$ = Varians return perusahaan i pada tahun ke t
- $DEPTH_{i,t}$ = kedalaman transaksi pada quoted bid dan ask perusahaan i tahun ke t
- $EQ_{i,t}$ = kualitas laba perusahaan i tahun ke t
- $\epsilon_{i,t}$ = standard error

Pengukuran Variabel

Pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Kualitas laba diukur dengan menggunakan 2 dimensi earnings opacity. Earnings opacity mengimplikasikan rendahnya tingkat akuntabilitas dan kualitas akuntansi. Kedua dimensi earnings opacity adalah:

a) *Discretionary accrual*

Proksi pertama perhitungan kualitas laba adalah menggunakan absolute value of the performance-adjusted discretionary accruals (ADA) yang diadopsi dari model Kothari (2001). Model Kothari mengontrol faktor kinerja perusahaan (ROA) dalam modifikasi model Modified Jones's (1991). Model Modified Jones's mencoba memperbaiki kelemahan model Jones yang hanya menggunakan perubahan laba dengan menambahkan perubahan piutang untuk mengestimasi discretionary accrual. Estimasi tersebut mengasumsikan bahwa semua perubahan dalam penjualan kredit merupakan manipulasi. ADA menangkap tindakan oportunistik manajemen atas laporan keuangan sehingga mengindikasikan akurasi laporan keuangan atas kinerja operasi saat ini. Semakin tinggi

nilai ADA semakin rendah kualitas laba. ADA diperoleh dari nilai absolut residual dari persamaan berikut:

$$TACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta SALE_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{ASSET_{i,t}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSET_{i,t}} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dimana:

$TACC_{i,t}$ = Total akrual perusahaan, yaitu laba sebelum pos luar biasa (EBEI) dikurangi arus kas operasi (CFO) dibagi rata-rata total aset pada perusahaan i dan tahun t.

$ASSET_{i,t-1}$ = Rata-rata total aset perusahaan i pada tahun t-1

$ASSET_{i,t}$ = Rata-rata total aset perusahaan i pada tahun t

$\Delta SALE_{i,t}$ = Perubahan penjualan perusahaan i pada tahun t.

$\Delta AR_{i,t}$ = Perubahan piutang perusahaan i pada tahun t.

$PPE_{i,t}$ = Nilai dari property, plant, dan equipment perusahaan i pada tahun t.

$ROA_{i,t}$ = Return on asset perusahaan i pada tahun t-1

$\varepsilon_{i,t}$ = Error penelitian perusahaan i pada periode t yang digunakan sebagai dasar pengukuran tingkat *discretionary accrual*

b) Earnings smoothing

Proksi kualitas laba yang kedua adalah *earnings smoothing* yang diukur dengan *cross sectional correlation* antara perubahan akrual dan perubahan *cash flow*. Hasil dari perataan laba ini akan menunjukkan *managerial discretion* pada laporan keuangan yang bertujuan efisiensi daripada tindakan oportunistik dari manajemen. Semakin kecil rasio tersebut menunjukkan laba semakin *smooth*, sehingga dipandang laba semakin *sustainable*. Dengan kata lain, semakin *smooth* berarti semakin tinggi kualitas laba. Sebaliknya, jika rasio tersebut semakin besar menunjukkan laba semakin fluktuatif, berarti semakin rendah kualitas laba, dan dipandang sebagai keaburan laba (*earnings opacity*). Perataan laba diukur dengan rumus:

$$SMOOTH = \frac{\sigma (NI / Asset)_{i,t}}{\sigma (CFO / Asset)_{i,t}}$$

NI : Laba bersih sebelum pos luar biasa perusahaan i pada tahun t.

CFO : Arus kas operasional perusahaan i pada tahun t.

Asset : Total aset perusahaan i pada tahun t.

σ : Standar deviasi dari t-4 hingga t.

Untuk memudahkan interpretasi, maka hasil

perhitungan SMOOTH ini dikalikan dengan minus 1 sehingga menunjukkan bahwa semakin besar nilai SMOOTH semakin besar perataan laba yang dilakukan, sebaliknya semakin kecil nilai SMOOTH maka semakin kecil perataan laba yang dilakukan manajemen.

2) Likuiditas Saham

Likuiditas saham diukur dengan menggunakan bid-ask spread sebagaimana yang digunakan oleh Greenstein dan Sami (1994), Krinsky dan Lee (1996), dan Raman dan Tripathy (1993). Secara umum penelitian-penelitian tersebut menemukan hasil bahwa ketersediaan informasi akuntansi dapat mengurangi bid-ask spread. Bid-ask spread dioperasionalisasi sebagai:

$$SPREAD_{i,t} = \frac{(Ask_{i,t} - Bid_{i,t})}{\left(\frac{(Ask_{i,t} + Bid_{i,t})}{2}\right)} \times 100$$

dimana:

$Ask_{i,t}$: harga ask tertinggi saham perusahaan i pada hari t

$Bid_{i,t}$: harga bid terendah saham perusahaan i pada hari t

Semakin tinggi nilai SPREAD menunjukkan semakin rendah tingkat likuiditas saham, sebaliknya semakin rendah nilai SPREAD semakin tinggi tingkat likuiditas saham.

Ukuran likuiditas yang kedua adalah rasio illikuiditas yang digunakan oleh Amihud (2002). Formula yang digunakan untuk mengukur tingkat illikuiditas adalah sebagai berikut:

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^n \frac{[R_{i,t,d}]}{VOLD_{i,t,d}}$$

Dimana:

$R_{i,t,d}$: nilai absolut dari *return* saham perusahaan i pada tahun ke t hari ke d

$VOLD_{i,t,d}$: nilai saham (dalam rupiah) perusahaan i yang diperdagangkan pada tahun ke t dan hari ke d

$D_{i,t}$: hari perdagangan perusahaan i tahun ke t

$ILLIQ_{i,t}$: illikuiditas saham perusahaan i pada tahun ke t

Semakin tinggi nilai ILLIQ menunjukkan tingkat likuiditas saham tersebut rendah, sedangkan semakin rendah nilai ILLIQ maka saham tersebut semakin likuid.

Untuk menghitung tingkat illikuiditas, hasil dari

perhitungan formula ILLIQ dikalikan dengan 10^6 dan ditransformasi ke dalam bentuk log natural (ln).

3) **Variabel kontrol**

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini antara lain:

PRICE_{i,t} : harga penutupan saham perusahaan i tahun ke t

TRANS_{i,t} : jumlah transaksi perdagangan saham perusahaan i tahun ke t

DEPTH_{i,t} : (volume saham pada bid + volume saham pada ask)/2

VAR_{i,t} : varians *return* saham perusahaan i

tahun ke t

MVE_{i,t} : kapitalisasi saham perusahaan I pada tahun ke t yang dihitung dari harga penutupan dikalikan dengan jumlah saham beredar

Variabel kontrol ini dimasukkan dalam pengujian dengan terlebih dahulu ditransformasi menjadi log natural (ln) untuk variabel PRICE, TRANS, DEPTH dan MVE.



DESKRIPSI HASIL PENELITIAN

Total perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini sebanyak 83 perusahaan manufaktur yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Total observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 249. Hasil uji deskriptif terhadap nilai *earnings quality* yang diukur dengan menggunakan *discretionary accrual* (ADA) dan

earnings smoothing (SMOOTH) menunjukkan bahwa pada tahun 2008 nilai *earnings quality* lebih rendah dibandingkan dengan tahun 2009 dan 2010. Semakin menurunnya nilai ADA dan SMOOTH menunjukkan semakin tinggi kualitas labanya. Hal ini bisa jadi didorong oleh adanya krisis global yang terjadi pada tahun 2008 yang membawa dampak pada perekonomian dan pasar modal di Indonesia.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Sampel

TAHUN	KETERANGAN	V A R I A B E L								
		ADA	SMOOTH	ILLIQ	SPREAD	PRICE	TRANS	VAR	DEPTH	MVE
2008	Nilai Rata-Rata	0.0830	1.2376	2.0747	27.0224	3,957.41	2,049,642.52	18.36	277,837.05	4,126,356.15
	Minimal	0.0002	0.0139	0.0000	(127.3180)	51.53	2.19	0.00	77.61	14,232.34
	Maksimal	0.4985	17.3808	17.2082	158.7013	57,619.45	23,674,084.17	54.24	9,113,575.89	77,210,510.08
	Deviasi Standar	0.0810	2.2628	3.9508	41.1180	10,446.43	4,445,463.02	14.40	1,031,209.42	12,205,282.56
2009	Nilai Rata-Rata	0.0657	0.9168	1.3299	33.7558	5,222.94	3,023,164.61	17.11	227,791.90	4,713,970.77
	Minimal	0.0010	0.0384	0.0000	0.4154	51.39	14.91	0.10	335.21	14,292.32
	Maksimal	0.3512	8.7996	12.1940	181.5701	103,645.54	57,606,259.06	57.56	6,787,767.20	94,925,222.86
	Deviasi Standar	0.0623	1.2150	2.3356	38.4305	15,346.85	8,422,539.56	12.84	778,924.96	14,605,589.46
2010	Nilai Rata-Rata	0.0777	0.9158	0.8410	19.7437	7,185.08	4,075,415.93	14.18	409,145.70	9,429,849.84
	Minimal	0.0006	0.0217	0.0000	0.2667	55.30	50.77	0.17	471.72	19,929.28
	Maksimal	0.3519	6.6862	11.7241	148.7045	86,488.51	55,432,922.93	46.39	14,117,235.10	188,888,641.97
	Deviasi Standar	0.0684	1.1251	2.0174	33.3713	17,162.48	8,849,558.12	10.34	1,572,716.25	28,409,111.74

Secara deskriptif, tingkat likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan SPREAD menunjukkan fluktuasi selama tahun 2008—2010. Nilai SPREAD tertinggi terjadi pada tahun 2009 sedangkan nilai terendah terjadi pada tahun 2010. Tingginya nilai SPREAD di tahun 2009 dipengaruhi oleh krisis global yang mempengaruhi kinerja Bursa Efek Indonesia hingga pertengahan tahun 2009. Berbeda dengan SPREAD, tingkat likuiditas yang diukur dengan menggunakan ILLIQ menunjukkan trend yang semakin menurun sejak tahun 2008 sampai 2010. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat likuiditas semakin meningkat pada tahun 2009 dan 2010.

Perkembangan pasar modal di Indonesia mulai meningkat dan bangkit dari era krisis global sejak tahun 2009. Hal ini ditunjukkan dengan tren perkembangan harga saham (PRICE), jumlah transaksi penjualan dan pembelian saham (TRANS) dan permintaan pembelian dan penjualan saham (DEPTH) serta kapitalisasi pasar (MVE) yang terus meningkat pada tahun 2009 dan 2010. Demikian juga dengan varians *return* (VAR) yang cenderung menurun pada tahun 2009 dan 2010 menunjukkan aktivitas transaksi di pasar modal semakin meningkat.



EARNINGS QUALITY DAN LIKUIDITAS SAHAM

Pengujian hipotesis dilakukan dua kali, pertama menguji pengaruh *earnings quality* terhadap likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan SPREAD, dan kedua menguji pengaruh *earnings quality* terhadap likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan ILLIQ. Sebelum dilakukan uji hipotesis, penelitian ini melakukan *winsorizing* atas data outlier dan mengubah nilai outlier menjadi nilai maksimal 3 kali deviasi standar masing-masing variabel. Pengujian dilakukan setelah pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas serta data sampel terdistribusi secara normal. Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan dalam tabel 2 dan tabel 3.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Pengaruh ADA dan Variabel Kontrol terhadap Likuiditas

Variabel	Prediksi arah hubungan	Variabel Dependen	
		SPREAD Koefisien β	ILLIQ Koefisien β
(Constant)		88.318 *	23.332 *
ADA	+	14.899 .505	2.969 ** 1.932
VAR	+	.415 *	.045 *
PRICE	+	4.559 *	-1.017 *
TRANS	-	-10.347 *	.020
DEPTH	-	15.325 *	-.650 *
MVE	-	-5.340 *	-.483 *
		-3.182	-5.522
Adjusted R ²		0.30	0.74
Signifikansi F		0.00	0.00

Keterangan:

Tabel 2 menguji pengaruh *earnings quality* yang diukur dengan menggunakan *discretionary accrual* terhadap likuiditas saham dengan menggunakan persamaan:

$$LIQ_{it} = a_0 + a_1 ADA_{it} + a_2 VAR_{it} + a_3 PRICE_{it} + a_4 TRANS_{it} + a_5 DEPTH_{it} + a_6 MVE_{it} + \epsilon_{it}$$

Tanda * dan ** menunjukkan signifikansi pada tingkat 5% dan 10% berturut-turut untuk uji satu sisi

Tabel 2 menunjukkan bahwa kualitas laba yang diukur dengan menggunakan *discretionary accrual* (ADA) menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap likuiditas yang diukur dengan ILLIQ dengan tingkat

signifikansi 10%, dan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan ketika diuji dengan menggunakan SPREAD. Variabel VAR berpengaruh positif terhadap likuiditas yang diukur dengan menggunakan SPREAD dan ILLIQ, sedangkan MVE berpengaruh negatif terhadap likuiditas.

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa semakin besar nilai *discretionary accrual* semakin tinggi pula nilai likuiditas yang diukur dengan menggunakan ILLIQ. Artinya bahwa semakin rendah kualitas laba perusahaan maka tingkat likuiditasnya semakin menurun (nilai t hitung 1,932). Namun, ketika diuji pengaruh *discretionary accrual* terhadap *bid-ask spread* tidak terlihat pengaruh yang signifikan secara statistik. Perbedaan hasil ini bisa jadi disebabkan karena *bid ask spread* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *bid ask spread* pasar, bukan *bid ask spread* dealer. Hal ini menyebabkan timbulnya bias dalam mengukur besarnya likuiditas.

Tabel 2 juga menunjukkan bahwa semakin tinggi *varians return* maka tingkat likuiditas saham semakin rendah. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika *return* saham sangat berfluktuasi, risiko atas perdagangan saham semakin meningkat sehingga investor menahan untuk tidak melakukan transaksi dalam jumlah yang besar. Hasil ini sesuai dengan penelitian Coller dan Yohn (1997) dan Tinic (1972). Disisi lain, semakin tinggi kapitalisasi saham (MVE) akan meningkatkan likuiditas saham tersebut. Tingginya kapitalisasi saham menarik banyak investor untuk melakukan transaksi guna memperoleh keuntungan.

Hasil yang tidak konsisten terjadi pada variabel PRICE, TRANS dan DEPTH yang menunjukkan pengaruh yang berbeda ketika diuji terhadap variabel dependen SPREAD dan ILLIQ. Harga saham berpengaruh positif terhadap SPREAD, artinya bahwa semakin tinggi harga pasar sebuah saham maka tingkat likuiditasnya semakin menurun. Tingginya harga saham dapat menurunkan kemampuan investor untuk membeli saham tersebut, sehingga tingkat permintaan atas saham tersebut juga menurun. Namun, ketika diuji terhadap ILLIQ menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan secara statistik. Secara rasional dapat dipahami bahwa ketika harga saham semakin meningkat maka minat investor untuk bertransaksi juga semakin meningkat sehingga tingginya *return* saham yang diterima investor diikuti dengan besarnya volume transaksi. Jadi, trend positif

pada harga saham akan diikuti dengan turunnya tingkat illikuiditas yang diukur dari ILLIQ. Hal yang sama terjadi pada hubungan jumlah transaksi (TRANS) terhadap likuiditas saham.

DEPTH merupakan ukuran tingkat kedalaman pasar, artinya *market depth* merupakan besarnya kuantitas pesanan saham yang diperlukan untuk mengubah harga saham. Pasar dikatakan 'dalam' jika diperlukan jumlah pesanan (*order*) yang banyak untuk dapat menggeser harga saham. Tabel 2 menunjukkan bahwa tingkat kedalaman pasar berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread* dan berpengaruh negatif terhadap tingkat illikuiditas (ILLIQ). Pengaruh positif antara DEPTH dan likuiditas saham tidak sesuai dengan penelitian Lee et al (1993).

Idealnya, semakin besar tingkat 'kedalaman' pasar (DEPTH) maka jumlah saham yang tersedia untuk dibeli dan dijual semakin banyak sehingga tingkat illikuiditas menurun. Hasil ini ditunjukkan pada tabel 2 dengan nilai t hitung sebesar -4,922.

Pengaruh positif DEPTH terhadap SPREAD menunjukkan bahwa semakin besar jumlah permintaan atas sebuah transaksi baik transaksi jual ataupun beli akan semakin lebar spread yang ditetapkan oleh broker/dealer. Hal ini mengindikasikan adanya kekhawatiran dari broker/dealer bahwa mereka menghadapi risiko asimetri informasi yang tinggi seiring dengan semakin banyaknya permintaan untuk melakukan transaksi jual ataupun beli.

Berdasarkan tabel 2 terlihat bahwa penggunaan ILLIQ sebagai variabel dependen memberikan model analisis yang lebih baik dibandingkan SPREAD. Hal ini ditunjukkan dengan nilai R² yang lebih tinggi yaitu sebesar 74%, sedangkan ketika menggunakan variabel dependen SPREAD kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel SPREAD hanya sebesar 30%.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Pengaruh SMOOTH dan Variabel Kontrol terhadap Likuiditas

Variabel	Prediksi arah hubungan	Variabel Dependen	
		SPREAD Koefisien β	ILLIQ Koefisien β
1	2	3	4
(Constant)		88.957 *	24.259 *
		2.488	12.771
SMOOTH	+	1.788 **	.024
		2.591	.649
VAR	+	.455 *	.044 *
		2.341	4.284
PRICE	+	4.237 *	-.995 *
		2.204	-9.742

	1	2	3	4
TRANS	-		-10.474 *	.028
			-7.841	.392
DEPTH	-		15.406 *	-.660 *
			6.162	-4.968
MVE	-		-5.165 *	-.512 *
			-3.174	-5.922
Adjusted R ²			0.32	0.74
Signifikansi F			0.00	0.00

Keterangan:

Tabel 3 menguji pengaruh earnings quality yang diukur dengan menggunakan income smoothing terhadap likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan SPREAD dan ILLIQ. Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah:

$$LIQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SMOOTH_{it} + \alpha_2 VAR_{it} + \alpha_3 PRICE_{it} + \alpha_4 TRANS_{it} + \alpha_5 DEPTH_{it} + \alpha_6 MVE_{it} + \epsilon_{it}$$

Tanda * dan ** menunjukkan signifikansi pada tingkat 5% dan 10% berturut-turut untuk uji satu sisi

Tabel 3 menunjukkan bahwa *earnings quality* yang diukur dengan menggunakan *earnings smoothing* (SMOOTH) berpengaruh positif terhadap likuiditas yang diukur dengan menggunakan SPREAD, dan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan ketika likuiditas diukur dengan menggunakan ILLIQ. Penilaian terhadap kualitas laba bagi investor lebih mudah diamati dari fenomena *earnings smoothing* dibandingkan dengan *discretionary accrual*, sehingga dealer bisa menetapkan *spread* berdasarkan persepsi tentang tinggi atau rendahnya *earnings smoothing* perusahaan.

Ketika likuiditas saham diukur dengan menggunakan ILLIQ, tabel 3 menunjukkan bahwa meskipun arah hubungan tetap positif namun tidak signifikan secara statistik (nilai t hitung 0,649). Artinya bahwa *earnings smoothing* tidak berpengaruh terhadap tingkat illikuiditas. Hasil ini bisa jadi disebabkan oleh investor yang memberikan penilaian positif terhadap minimnya variabilitas laba perusahaan sebagaimana hasil penelitian.

Berdasarkan hasil atas keempat model yang digunakan untuk menguji pengaruh kualitas laba terhadap likuiditas ditemukan bahwa penggunaan *earnings smoothing* sebagai indikator kualitas laba lebih mampu menjelaskan variasi atau perubahan likuiditas saham. Jika dibandingkan dengan proksi lain terlihat bahwa nilai R² pada saat menggunakan *earnings smoothing* lebih tinggi dibandingkan ketika menggunakan *discretionary accrual*.



SIMPULAN

Penelitian ini melakukan pengujian terhadap sebuah pertanyaan mendasar, yaitu apakah kualitas laba berpengaruh terhadap likuiditas saham. Penelitian ini menggunakan 2 proksi untuk mengukur kualitas laba, yaitu tingkat *discretionary accrual* dan *earnings smoothing*. Tingkat likuiditas saham diukur dengan menggunakan *effective spread* dan tingkat illikuiditas (Amihud, 2002). Penggunaan alternatif pengukuran kualitas laba dan likuiditas saham dilatarbelakangi oleh sifat dari kualitas laba dan likuiditas saham yang *unobservable*, sehingga perlu dilakukan *joint hypothesis* untuk menguji pengaruh pengukuran terhadap *variable of interest*.

Penelitian ini menemukan hasil yang cukup variatif. Ketika tingkat likuiditas diukur dengan *effective spread*, kualitas laba yang diukur dengan menggunakan *earnings smoothing* memiliki pengaruh positif, sedangkan *discretionary accrual* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan secara statistik. Sebaliknya, ketika tingkat likuiditas saham diukur dengan

menggunakan tingkat illikuiditas, kualitas laba yang diukur dengan menggunakan *discretionary accrual* memiliki pengaruh positif terhadap likuiditas saham sedangkan *earnings smoothing* tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil ini memberikan peluang kepada penelitian selanjutnya untuk menyusun indeks kualitas laba yang diambil dari beberapa pengukuran *earnings opacity*.

Penelitian ini secara umum juga menemukan bahwa semakin tinggi variabilitas *return* dan harga saham maka likuiditas saham cenderung semakin rendah. Faktor lain yang mempengaruhi tingkat likuiditas adalah jumlah transaksi, tingkat kedalaman transaksi serta kapitalisasi pasar. Inkonsistensi hasil disebabkan karena *effective spread* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *spread* pasar dan bukan *spread dealer*. Disisi lain, penggunaan tingkat illikuiditas juga memiliki kelemahan karena mendasarkan pada transaksi yang telah terjadi, bukan berdasarkan ukuran mikrostruktur pasar (Bardos, 2011).

**DAFTAR PUSTAKA**

- Amihud, Y., 2002. Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects, *Journal of Financial Markets* 5, 31—56
- _____, dan H. Mendelson, 1986. Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, 223—249.
- Bagehot W., 1971, The Only Game in Town, *Financial Analysts Journal*, Vol. 27, No. 2, pp. 12-22
- Ball, Ray., 2008, What is the Actual Economic Role of Financial Reporting?, *Accounting Horizon*, Vol. 2, No. 4, 427—432.
- _____, dan Brown, Philip., 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol 6, No 2 (Autumn), 159—178.
- _____, Kothari, S., dan A. Robin, 2000, The Effect of International Institutional Factors in Properties of Accounting Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 1—51.
- Bardos, 2011, Quality of Financial Information and Liquidity, *Review of Financial Economics*, Vol 20, No. 2, 49—62
- Beaver, W. H., 1968, The Information Content of Annual Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol 6 (Supplement), 67—92.
- Bhattacharya, Utpal., Daouk, Hazem., dan Welker, Michael., 2003, The World Price of Earnings Opacity, *Accounting Review*, vol. 78, No. 3, 641—678.
- Bushman, R. dan A. Smith, 2001, Financial Accounting Information and Corporate Governance, *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237—333.
- Callahan, M Carolyn., Charles M. Lee dan Teri Lombardi Yohn, 1997, Accounting Information and Bid Ask Spreads, *Accounting Horizons*, vol 11, December, 50—60.
- Chung H., Sheu HJ., dan Wang JL, 2009, Do Firm's Earnings Management Practices Affect Their Equity Liquidity?, *Finance Research Letters*, Vol 6 (3), 152—158.

- Coller, M., dan T. Yohn, 1997, Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads, *Journal of Accounting Research* 35, Autumn, 181—191.
- Copeland, t., dan D. Galai, 1983, Information Effects on the Bid Ask Spread, *Journal of Finance*, vol 38, 1457—1469.
- Dechow, 1994, Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accrual, *Journal of Accounting and Economics*, 17, 3—42.
- Demsetz, H., 1968, The Cost of Transacting, *Quarterly Journal of Economics*, Pebruari, 33—53.
- Easley, David dan O'hara, Maureen, 1987, Price, Trade Size, and Information in Securities Markets, *Journal of Financial Economics*, 19: 69—90.
- Engle, Robert., dan Joe Lange, 1997, Measuring, Forecasting and Explaining Time Varying Liquidity in the Stock Market, *Working Paper*, University of California, San Diego
- Greenstein, M. dan H. Sami, 1994, The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads, *Accounting Review* 69, Januari, 179—199.
- Hayne, 1995, The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125—153.
- Heflin, F., Shaw, K. dan Wild, J., 2005, Disclosure Quality and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Size, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 22, No. 4, 829—865.
- Kothari, S.P., 2001, Capital Market Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 105—231
- Krinsky, I., dan J. Lee, 1996, Earnings Announcements and the Components of the Bid Ask Spread, *Journal of Finance*, Vol 51, September, 1523—1535.
- Kyle, Albert S., 1985, Continuous Auction and Insider Trading, *Econometrica*, Vol. 53, No. 6: 1315—1336.
- Lee, Charles, 1993, Market Fragmentation and Price Execution in NYSE-Listed Securities, *Journal of Accounting Research*, 29, 193—228.
- Lee, Charles., Mucklow, Belinda dan Ready, Mark., 1993, Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: an Intraday Analysis., *Review of Financial Studies*, Vol 6, No. 2, 345—374.
- Levine, Ross., 2003, Stock Markets Liquidity and Economic Growth: Theory and Evidence, in Luigi Paganetto and Edmond S. Phelps (eds), *Finance, Research, Education and Growth*, Palgrave Macmillan, New York
- Prakash P, Rappaport A., 1975, Information interdependencies: System structure induced by accounting information. *Accounting Review*, Vol 50, 723—734.
- Raman, K., dan N. Tripathy, 1993, The Effect of Supplemental Reserve-Based Accounting Data on the market Microstructure, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 12, Summer, 113—133.
- Riahi, Ahmed dan Belkoui, 2005, Earnings Opacity, Stock Market Wealth Effect and Economic Growth, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 4, No. 1, 72—91.
- Richardson, VJ., 2000, Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence, *Review Quantitative Finance and Accounting*, 15: 325—347.
- Stoll, H., 1978, The Pricing of Security Dealer Services: an Empirical Study of NASDAQ Stocks, *Journal of Finance* 33, September, 1153—1172.
- Tinic, S., 1972, The Economics of Liquidity Services, *Quarterly Journal of Economics* 86, Pebruari, 79—93.
- Welker, M., 1995, Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets, *Contemporary Accounting Research*, Vol 11, No. 2, 801—882.