

The influence of Voluntary Disclosure, Asymmetri Information, Stock Risk, Firm Size and Institutional Ownership Towards Cost of Capital (COC)

JAM
14, 2

Diterima, Maret 2016
Direvisi, Mei 2016
Disetujui, Juni 2016

Restu Fahdiansyah

Post Graduate Faculty of Economics and Business,
Master Program of Accounting, Brawijaya University

Abstract: *This study aims to determine the influence of the information toward the decisions taken by investors based on the theory of Efficient Markets Hypothesis (EMH), which is expressed by Fama (1970), by examining the influence of several independent variables towards the cost of capital (COC). Independent variables were used to reflect information, including voluntary disclosure, information asymmetry, risk stock, firm size and institutional ownership. This study used purposive sampling technique in conducting sample of the 131 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2011, which produced 75 research samples. This study used the linear regression to analyze the data. The results of this study indicate that there is an influence of the information toward the decision-making of investors, which is seen from the simultaneous test results that show all variables simultaneously influencing the COC. The results also indicate that voluntary disclosure variables, the risk of the stock, and the firm size are partially influencing the COC, whereas the information asymmetry variables and institutional ownership are partially show no influence on the COC.*

Keywords: *efficient markets hypothesis, voluntary disclosure, information, COC*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh informasi terhadap pengambilan keputusan investor berdasarkan teori *Efficient Markets Hypothesis (EMH)*, yang diungkapkan oleh Fama (1970), dengan menguji pengaruh beberapa variabel independen terhadap *cost of capital (COC)*. Variabel independen yang digunakan untuk mencerminkan informasi tersebut antara lain; pengungkapan sukarela, asimetri informasi, beta saham, ukuran perusahaan, dan kepemilikan institusional. Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dalam melakukan penyampelan terhadap 131 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011, yang menghasilkan 75 sampel penelitian. Penelitian ini menggunakan linier regression untuk menganalisis data. Hasil penelitian ini mengindikasikan adanya pengaruh informasi terhadap pengambilan keputusan investor, yang dilihat dari hasil uji simultan yang menunjukkan seluruh variabel secara bersamaan member pengaruh terhadap COC. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel pengungkapan sukarela, beta saham, dan ukuran perusahaan secara parsial memberikan pengaruh terhadap COC, sedangkan variabel asimetri informasi dan kepemilikan institusional secara parsial menunjukkan tidak ada pengaruh terhadap COC.

Kata Kunci: *efficient markets hypothesis, pengungkapan sukarela, informasi, COC*



Jurnal Aplikasi
Manajemen (JAM)
Vol 14 No 2, 2016
Terindeks dalam
Google Scholar

Alamat Korespondensi:
Restu Fahdiansyah, Brawi-
jaya University DOI: <http://dx.doi.org/10.18202/jam.23026332.14.2.20>

Pentingnya informasi dalam (1970), dalam teori *efisien market hypothesis* pasar diungkapkan oleh Fama (EMH). Menurut Fama (1970), aspek informasi yang

tersedia bagi investor dan calon investor menjadi inti dari teori EMH tersebut, sehingga harga sebuah sekuritas harusnya mencerminkan secara akurat penggunaan informasi secara cepat dan *fully reflecting*. Walaupun pada kenyataannya tidak ada pasar yang benar-benar efisien, namun teori EMH tersebut telah meletakkan dasar bahwa pasar efisien harus dikaitkan dengan sistem informasi, dengan asumsi semua pelaku pasar menangkap *signal* yang terdapat dalam informasi dan segera mengambil keputusan.

Beberapa penelitian telah dilakukan terkait pengungkapan sukarela. Penelitian yang dilakukan di luar Indonesia antara lain seperti penelitian Alencar dan Lopes (2005) yang menemukan bahwa pengungkapan sangat terkait dengan biaya modal ekuitas bagi perusahaan-perusahaan Brasil. Selain Alencar dan Lopes, penelitian lainnya juga dilakukan oleh Bertomeu, Beyer, dan Dye (2009) yang juga menunjukkan hubungan negatif antara tingkat pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan terhadap besarnya biaya modal perusahaan, hasil ini senada dengan temuan pada penelitian Dhaliwal, Li, Tsang dan Yang (2009). Penelitian Lang dan Lundholm (2000) menemukan bahwa sensasi (*hype*) dari tingginya informasi yang diberikan perusahaan melalui pengungkapannya berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan, sehingga pada akhirnya dapat menurunkan biaya modal perusahaan. Penelitian Botosan (1997), juga menunjukkan bahwa adanya pengaruh negatif tingginya tingkat pengungkapan terhadap tingkat biaya modal perusahaan, terutama pada perusahaan yang sedikit diamati. Sementara untuk perusahaan yang banyak diamati tidak ditemukan hubungan antara pengungkapan dengan biaya modal dalam penelitian ini peneliti juga menggunakan beberapa variabel kontrol, seperti beta dan ukuran perusahaan. Diamond dan Verrechia (1991) yang meneliti tentang *disclosure*, *liquidity* dan COC berasumsi bahwa dengan semakin banyak informasi yang dimiliki investor, terutama investor bermodal besar, jumlah investasi yang mereka tanamkan akan tambah besar sehingga secara langsung dapat berdampak pada menurunnya COC dari perusahaan tersebut. Dalam penelitian tersebut, Diamond dan Verrechia juga menyimpulkan bahwa pengungkapan informasi sukarela yang dilakukan dengan berkesinambungan dapat memberikan insentif bagi para investor institusional, yang memiliki modal besar, untuk

melakukan transaksi tambahan. Transaksi tambahan tersebut pada akhirnya dapat berdampak pada penurunan biaya modal perusahaan tersebut.

Terkait dengan investor institusional ini, Tarjo (2010) melakukan penelitian yang menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap COC. Dalam penelitiannya tersebut Tarjo menemukan bahwa, kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap COC. Attig, Cleary, Ghoul, dan Guedhami (2012) juga melakukan penelitian yang menguji kepemilikan institusional terhadap COC, yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dengan jangka waktu panjang lebih berdampak pada penurunan biaya modal perusahaan dibandingkan kepemilikan institusional dengan jangka waktu pendek.

Penelitian di Indonesia mengenai luas pengungkapan sukarela yang dihubungkan dengan biaya modal ini pernah dilakukan oleh Murni (2004). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa luas pengungkapan sukarela ternyata justru memberikan pengaruh positif terhadap biaya modal perusahaan, di mana semakin luas pengungkapan sukarela, semakin tinggi tingkat biaya modal perusahaan. Selain itu Mardiyah (2001) menguji interaksi ukuran perusahaan dengan pengungkapan dan menguji interaksi pengungkapan dengan asimetri informasi dan COC, yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat pengungkapan dan pengungkapan berhubungan negatif terhadap asimetri informasi. Selain itu, penelitian Komalasari (2000) yang bertujuan untuk menguji pengaruh antara asimetri informasi dan COC menunjukkan bahwa, penurunan asimetri informasi yang lebih besar dialami oleh perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga penurunan COC untuk perusahaan besar adalah lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sebagai akibat penurunan asimetri informasi.

Berdasarkan pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya, maka penelitian ini bertujuan untuk; 1) Untuk menguji pengaruh pengungkapan sukarela terhadap COC perusahaan; 2) Untuk menguji pengaruh tingkat asimetri informasi terhadap COC perusahaan; 3) Untuk menguji pengaruh beta saham terhadap mempengaruhi COC; 5) Untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap COC perusahaan. 5) Untuk menguji dan kepemilikan institusional terhadap COC.

Teori Pengungkapan

Pengungkapan dalam pasar modal dapat dibedakan menjadi dua tujuan, yaitu pengungkapan proteksi dan pengungkapan informasi. Pengungkapan proteksi (*protective disclosure*) merupakan usaha badan pengawas pasar modal untuk melindungi investor dari perlakuan yang tidak wajar dari emiten, sehingga yang termasuk dalam pengungkapan ini adalah pengungkapan yang diharuskan oleh badan pengawas pasar modal. Sementara itu, yang termasuk dalam pengungkapan informasi (*informative disclosure*) adalah pengungkapan yang disajikan dalam rangka keterbukaan emiten untuk tujuan analisis.

Berdasarkan sifatnya, informasi yang diungkapkan dalam laporan keuangan perusahaan ini dapat dibagi menjadi dua, yaitu pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Pengungkapan sukarela merupakan pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan yang *listing*, tetapi bukan informasi keuangan dasar yang diperlukan untuk dipublikasikan sesuai prinsip akuntansi yang diterima secara umum dan persyaratan badan pengawas atau pengelola pasar modal (Thian dan Chen, 2009). Pengungkapan sukarela disajikan dalam rangka keterbukaan emiten untuk tujuan analisis investasi. Manfaat pengungkapan informasi ini membantu investor dan kreditor dalam memahami risiko investasi (Elliot dan Jacobson, 1994). Laporan keuangan yang transparan menyebabkan estimasi investor atas risiko yang ada pada perusahaan rendah, sehingga akan mengurangi *COC* perusahaan. Semakin tinggi tingkat pengungkapan sukarela, akan semakin mengurangi tingkat asimetri informasi yang terjadi, dimana tingkat asimetri informasi yang rendah menunjukkan bahwa semakin berkurangnya informasi yang disajikan oleh perusahaan lebih transparan sehingga berdampak pada penurunan *COC* (Mardiyah, 2002).

Pengungkapan Sukarela

Pengungkapan secara sederhana dapat kita artikan sebagai pengeluaran informasi (Sudarmaji dan Sularto, 2007), atau seperti yang dikatakan oleh Thian dan Chen (2009) sebagai sebuah publisitas. Diamond dan Verrechia (1991) serta Bertomeu, *et al.* (2009) mencoba meneliti hubungan antara pengungkapan

sukarela dan biaya modal perusahaan. Hasil temuannya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang bersifat negatif antara pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan dengan biaya modal perusahaan. Semakin tinggi tingkat pengungkapan sukarela yang dilakukan manajemen perusahaan dapat berdampak pada menurunnya tingkat biaya modal perusahaan.

Namun penelitian yang dilakukan Murni (2004) menunjukkan hasil yang berlawanan dengan informasi tersebut. Dalam penelitiannya murni menemukan bahwa asimetri informasi memang memberikan pengaruh yang positif terhadap biaya modal perusahaan sesuai dengan hipotesis yang dia kembangkan. Tetapi terkait dengan hubungan antara pengungkapan sukarela dengan biaya modal perusahaan ditemukan hasil yang berlawanan dengan hipotesis yang dikembangkannya. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa luas pengungkapan sukarela ternyata justru memberikan pengaruh positif. Berdasarkan penjelasan sebelumnya diatas, peneliti mencoba merumuskan hipotesis penelitian ini:

H1 : Pengungkapan sukarela berpengaruh terhadap *COC*

Asimetri Informasi

Luasnya pengungkapan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan tentu sangat terkait dengan seberapa besar asimetri informasi yang dapat muncul antara *agent* dan *principal*. Semakin besar asimetri informasi yang muncul dapat memberikan pengaruh pada tingginya biaya modal perusahaan (Diamond dan Verrechia, 1991; Murni, 2004). Lang dan Lundholm (1996) juga mengemukakan bahwa keuntungan potensial terhadap ungkapan (informasi) termasuk meningkatnya investor yang mengikutinya, mengurangi estimasi risiko dan mengurangi asimetri informasi yang masing-masing menunjukkan pengurangan *COC* perusahaan. Dalam penelitiannya Botosan (1997) menunjukkan bahwa penurunan asimetri informasi yang disebabkan oleh tingginya informasi yang diungkapkan perusahaan (pengungkapan sukarela) berdampak pada menurunnya biaya modal yang dibayarkan perusahaan.

Berdasar pada penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa pengungkapan yang cukup (*adequate*) dapat membantu dalam menurunkan tingkat asimetri

informasi yang muncul, yang selanjutnya berdampak pada menurunnya COC perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis selanjutnya dari penelitian ini adalah:

H2 : Asimetri informasi berpengaruh terhadap COC.

Beta Saham

Peningkatan pengungkapan informasi dapat berdampak pada menurunnya asimetri informasi yang pada akhirnya dapat menurunkan risiko dari sebuah sekuritas. Penurunan risiko ini selanjutnya akan berdampak pada menurunnya biaya modal perusahaan (Diamond dan Verrechia, 1991; Murni, 2004). Botosan (1997) meneliti pengaruh antara pengungkapan sukrela dengan COC, dengan meregresikan biaya equitas, ukuran perusahaan, beta saham dan tingkat pengungkapan yang dikembangkan oleh peneliti yang bersangkutan. Hasilnya menunjukkan bahwa COC semakin besar dengan meningkatnya beta saham. Hasil ini menunjukkan adanya hubungan positif antara beta saham dengan COC.

Menurut Botosan (1990) dan Murni (2004) COC akan semakin besar dengan semakin meningkatnya beta saham perusahaan. Dari latar belakang di atas maka hipotesis ketiga dari penelitian ini adalah:

H3 : Beta saham berpengaruh terhadap COC.

Ukuran Perusahaan

Semakin besar *size* perusahaan maka semakin besar pengungkapan yang perlu diungkapkan (Jensen dan Meckling, 1976). Pernyataan tersebut berdasar pada teori keagenan yang menyatakan bahwa pada perusahaan besar memiliki biaya keagenan yang lebih besar. Perusahaan besar akan mengungkapkan informasi yang lebih banyak sebagai upaya mengurangi biaya keagenan tersebut.

Mardiyah (2001) menguji interaksi ukuran perusahaan dengan pengungkapan dan menguji interaksi pengungkapan dengan asimetri informasi. Dalam riset ini ukuran perusahaan diproksi dengan menggunakan total aktiva perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat pengungkapan dan pengungkapan berhubungan negatif terhadap asimetri informasi. Penelitian Komalasari (2000) secara khusus menguji apakah pengurangan asimetri informasi yang

ditangkap oleh naiknya liquiditas perusahaan dapat menurunkan asimetri informasi, dan apakah penurunan COC pada perusahaan besar lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penurunan asimetri informasi yang lebih besar dialami oleh perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga penurunan COC untuk perusahaan besar adalah lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hasil ini menunjukkan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap biaya modal. Dari latar belakang di atas maka hipotesis yang keempat dari penelitian ini adalah:

H4 : Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh terhadap COC.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional dalam sebuah perusahaan biasanya dilandasi pada adanya jaminan bagi investor atas investasi yang telah mereka tanamkan pada perusahaan tersebut. Adanya jaminan ini tentunya dapat diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang *adequate*, sehingga berdampak pada kecilnya kemungkinan risiko dari investasi tersebut. Penelitian Attig, *et al.* (2012) serta Haque (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya modal perusahaan. Hasil ini dapat menunjukkan bahwa dengan adanya struktur kepemilikan institusional dapat berpengaruh pada membaiknya tatakelola perusahaan sehingga berdampak pada membaiknya kinerja perusahaan di pasar saham. Tarjo (2010) mengatakan, ada anggapan bahwa peningkatan kinerja pasar saham justru akan mengurangi informasi yang harus diungkap oleh perusahaan, sehingga berdampak terhadap turunnya biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (COC). Penelitian yang dilakukan Tarjo (2010) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap biaya modal. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Attig, *et al.* (2012), maka hasil temuan Tarjo tersebut dapat dikarenakan adanya *short-term institutional investor* (kepemilikan institusional sementara). Investor institusional yang bersifat sementara ini umumnya hanya mengejar keuntungan dalam waktu dekat tanpa memperdulikan baik buruknya penatakelolaan perusahaan. Attig, *et al.* (2012) menunjukkan dalam hasil penelitiannya yang

menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional sementara ini berpengaruh positif terhadap biaya modal perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional memang dapat mempengaruhi biaya modal yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis selajutnya dari penelitian ini adalah:

H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap COC.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dan sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penarikan sampel dengan teknik *Purposive Sampling* didasarkan pada kriteria sebagai berikut: 1) Perusahaan manufaktur yang sahamnya tetap aktif beroperasi sampai bulan Desember 2011, serta mempublikasikan laporan keuangannya secara rutin. Perusahaan tidak mengalami *delisting* dari Bursa Efek Indonesia sehingga bisa terus menerus melakukan perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia selama periode estimasi. 2) Perusahaan manufaktur yang tidak tidak melakukan penggabungan usaha dan tidak berubah status sektor industrinya. 3) Perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan institusional. Berdasarkan hasil seleksi sampel di atas maka penelitian menggunakan 75 pengamatan dari perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI selama satu tahun (2011).

Tabel 1. Hasil Seleksi Sampel

Keterangan	Perusahaan Manufaktur
Tahun	2011
Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	131
Perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan institusional	2
Perusahaan yang menghentikan usaha dan <i>delisting</i> dari bursa.	23
Perusahaan yang datanya tidak lengkap	31
Jumlah sampel penelitian	75

Variabel dan Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah COC perusahaan. COC adalah tingkat pengembalian yang diminta atas investasi pemegang saham biasa perusahaan (Horn dan Wachowicz, 2000). Perhitungan COC setiap perusahaan sampel dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yaitu:

$$CEC_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft}) \beta$$

R_{ft} adalah *return* bebas risiko yang diproksi dengan tingkat suku bunga SBI 1 bulan, R_{mt} adalah *return* pasar dan β adalah beta saham.

Variabel Independen

Pengungkapan Sukarela

Prosedur Penentuan indeks pengungkapan setiap item perusahaan sampel dilakukan sebagai berikut ini; 1) Pemberian skor untuk setiap item pengungkapan dilakukan secara dikotomis, yang diungkapkan diberi angka satu sementara nilai item yang tidak diungkapkan diberikan nilai nol; 2) Skor yang diperoleh tiap perusahaan dijumlahkan untuk mendapatkan skor total; 3) Perhitungan indeks pengungkapan (IP) tiap perusahaan dilakukan dengan cara membagi total skor tiap perusahaan dengan total skor yang diharapkan.

Asimetri Informasi

Dalam menghitung besarnya *bid-ask spread* (sebagai proksi asimetri informasi) dalam penelitian ini menggunakan model yang biasa digunakan oleh peneliti sebelumnya seperti dalam Komalasari (2000), juga dalam Wardani dan Masodah (2011).

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

Keterangan:

$Ask_{i,t}$ = Harga ask tertinggi saham perusahaan i yang terjadi pada hari t

$Bid_{i,t}$ = Harga bid terendah saham perusahaan i yang terjadi pada hari t

Bid-ask spread sebagai proxy dari asimetri informasi dihitung sebagai rata-rata selama 12 bulan

(Januari–Desember) dari perhitungan di atas untuk tahun periode penelitian (2011).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diproksi dari aset total perusahaan, seperti yang juga digunakan dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mardiyah (2001).

Beta Saham

Beta dalam penelitian ini merupakan ukuran risiko sistematis *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar, yang menurut Hartono (2010) dapat dihitung dengan menggunakan model indeks tunggal, dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

R_{it} = Return saham perusahaan ke-i pada bulan ke-t

α_i = Intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke-i

β_i = Beta untuk masing-masing perusahaan ke-i

R_{Mt} = Return indeks pasar pada bulan ke-t

ε_{it} = Kesalahan residu untuk setiap persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke-i pada bulan ke-t

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang mayoritas dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain). Perhitungan perhitungan kepemilikan institusional ini dilakukan dengan menggunakan rumus:

$$INST = \frac{\text{jumlah saham pihak institusi}}{\text{total saham beredar}}$$

Teknis Analisis Data

Data dalam penelitian ini akan dianalisis dengan menggunakan alat analisis statistik inferensial, yang berupa model statistik untuk menguji hipotesis. Pengujian dilakukan dengan teknik pengujian regresi *multivariate*. Analisis statistik akan menggunakan alat bantu analisis regresi berganda dengan menggunakan program SPSS. Analisis berganda dipilih berdasarkan pada model penelitian yang ingin diujikan dalam penelitian ini, yaitu sebuah persamaan regresi berganda, sebagai berikut:

$$COC = \beta_0 + \beta_1 INDEK + \beta_2 ASIMETRI + \beta_3 BETA + \beta_4 SIZE + \beta_5 INST + \varepsilon$$

Keterangan:

COC = *cost of equity capital* perusahaan

INDEK = indek pengungkapan

ASIMETRI = asimetri informasi

BETA = beta perusahaan

SIZE = ukuran perusahaan

INST = kepemilikan institusional

β_0 = *intercept*

ε = *error*

Untuk menguji hipotesis yang akan diajukan tentang hubungan variabel terikat dan variabel bebas dapat digunakan alat statistik yaitu nilai probabilitas kesalahan estimasi (*p-value*). Pengujian hipotesis koefisien regresi secara parsial dilakukan dengan uji *p-value*. Penelitian ini menggunakan level signifikansi 95% (α). Apabila *p-value* lebih tinggi dari pada tingkat signifikansi (α) yang dipilih, maka keputusan gagal menolak H_0 . Sebaliknya jika *p-value* lebih rendah dari pada tingkat signifikansi (α) yang dipilih maka keputusan menolak H_0 .

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikoleniaritas

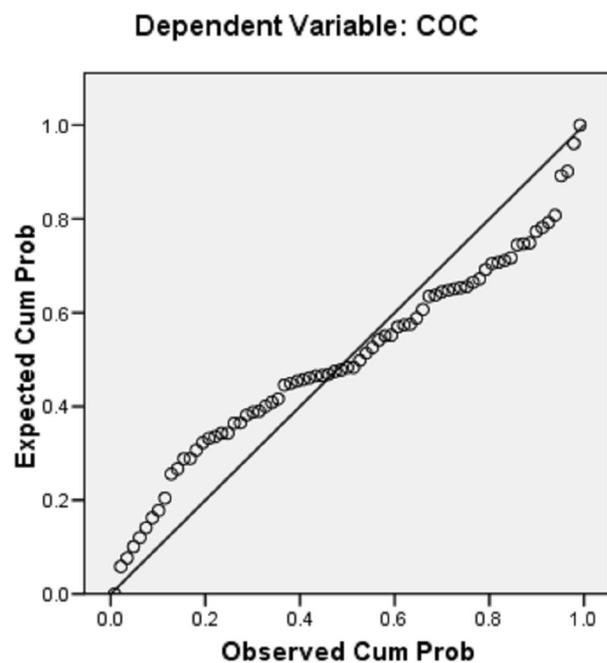
Terdapat beberapa kriteria yang dapat menunjukkan adanya multikolenieritas menurut Gujarati (2004), antara lain: 1) Tingginya nilai R^2 namun tidak ada variabel yang berpengaruh signifikan; 2) Tingginya nilai koefisien korelasi dari masing-masing variabel independen; 3) dengan melihat nilai TOL dan VIF dari hasil regresi, dengan nilai TOL mendekati 1 dan nilai VIF < 10 sebagai syarat tidak terjadinya multikolenieritas. berikut ini merupakan tabel nilai korelasi antarvariabel independen, yang menunjukkan tidak ditemukannya masalah multikoleniaritas.

Uji Normalitas

Untuk mendeteksi normalitas data dapat dilihat secara grafis (lihat Gambar 1) dari penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik (*output SPSS: Regression: Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual*). Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal seperti pada gambar 1, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Tabel 1.

Variabel Independent	VIF	Tolerance	Keterangan
Pengungkapan Sukarela	1,018	0,982	Non-Multikolinieritas
Asimetri Informasi	1,053	0,950	Non-Multikolinieritas
Risiko Saham	9,046	0,111	Non-Multikolinieritas
Ukuran Perusahaan	1,883	0,531	Non-Multikolinieritas
Kepemilikan Institusional	6,920	0,145	Non-Multikolinieritas



Gambar 1.

Uji Heteroskedastisitas

Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas digunakan uji glejser. Uji Glejser dilakukan dengan cara meregresikan antara variabel independen dengan nilai absolut residualnya. Jika nilai signifikansi antara variabel independen dengan absolut residual lebih dari 0,05 maka tidak terjadi masalah heteroskedastisitas. Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan hasil uji glejser.

Tabel 2.

Variabel	Sig.	Keterangan
Pengungkapan Sukarela (INDEK)	0,688	Homoskedastisitas
Asimetri Informasi (ASIMETRI)	0,926	Homoskedastisitas
Risiko Saham (BETA)	0,978	Homoskedastisitas
Ukuran Perusahaan (SIZE)	0,878	Homoskedastisitas
Kepemilikan Institusional (INST)	0,693	Homoskedastisitas

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk menjawab masalah penelitian. Ada tiga pengujian untuk menjawab masalah penelitian yang dilakukan dalam penelitian ini, antara lain uji signifikansi F, uji signifikansi t, dan uji koefisien determinasi.

Uji Signifikansi F

Uji regresi simultan ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil uji simultan dapat diputuskan bahwa H_0 untuk pengujian simultan ditolak karena nilai signifikansi 0,000 kurang dari 0,05. Kesimpulan dari pengujian ini adalah terbukti bahwa variabel pengungkapan sukarela, asimetri informasi, risiko saham, ukuran perusahaan, dan kepemilikan institusional secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap COC.

Uji Signifikansi t

Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel pengungkapan sukarela, risiko saham, dan ukuran perusahaan, secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap COC. Kesimpulan ini didapatkan karena nilai signifikansi yang didapat kurang dari 0,05, sedangkan untuk variabel kepemilikan institusional dan asimetri informasi secara parsial, tidak memiliki pengaruh yang

Tabel 3.

Variabel	Standardized Coefficients β	Sig.	Keterangan
Konstan		0,000	Signifikan
Pengungkapan sukarela	-0,391	0,000	Signifikan
Asimetri Informasi	-0,014	0,492	Tidak Signifikan
Risiko Saham	0,664	0,000	Signifikan
Ukuran Perusahaan	0,105	0,000	Signifikan
Kepemilikan institusional	-0,025	0,201	Tidak Signifikan

signifikan terhadap COC. Kesimpulan ini didapatkan karena nilai signifikansi yang didapat lebih besar dari 0,05.

Uji Koefisien Determinasi

Dalam penelitian ini dilakukan juga pengujian koefisien determinasi untuk mengetahui seberapa baik model yang dihasilkan. Dalam penelitian ini digunakan *Adjusted R Square* untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai *Adjusted R Square* adalah 0,974 (Lampiran 3). Ini berarti variabel-variabel independen yang terdiri pengungkapan sukarela, asimetri informasi, ukuran perusahaan, dan kepemilikan institusional dapat menjelaskan sebesar 97,4% pada variabel dependen yaitu biaya modal (COC), sedangkan sisanya 2,6% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak termasuk dalam model persamaan.

Pembahasan

Pada bagian ini peneliti akan mencoba membahas hasil penelitian yang telah dilaksanakan. Pembahasan ini akan mengaitkan antara temuan penelitian dengan teori-teori yang terkait dengan penelitian ini, yang sebelumnya telah dijelaskan pada kajian teori.

Pengaruh Pengungkapan Sukarela terhadap COC

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan dengan COC perusahaan. Sehingga dengan kata lain, peningkatan pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan memberikan dampak pada penurunan COC perusahaan. Hasil

penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Diamond dan Verrechia (1991) dan Francis, *et al.* (2007) yang sama-sama menemukan bahwa pengungkapan sukarela yang memadai dapat memberikan pengaruh negatif terhadap biaya modal perusahaan atau COC. Hasil ini tidak mendukung penelitian Murni (2004) yang menemukan bahwa pengungkapan sukarela memberikan pengaruh positif terhadap biaya modal perusahaan.

Hasil ini menunjukkan bahwa informasi yang diserap oleh pasar langsung direfleksikan atau dimanfaatkan dalam keputusan-keputusan yang diambil. Hasil ini sesuai dengan teori *Efficient Markets Hypothesis* (EMH) (Fama, 1970) yang menggaris-bawahi bahwa aspek informasi yang tersedia bagi investor dan calon investor benar-benar dimanfaatkan sehingga harga sekuritas mencerminkan penggunaan informasi secara cepat dan *fully reflect*.

Pengaruh Asimetri Informasi terhadap COC

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel asimetri informasi tidak berpengaruh terhadap COC. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan maupun penurunan asimetri informasi tidak mempengaruhi penurunan maupun peningkatan biaya modal perusahaan atau COC. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Murni (2004) yang menunjukkan bahwa asimetri informasi dapat memberikan pengaruh positif terhadap COC. Hasil ini juga tidak selaras dengan temuan Diamond dan Verrechia (1991) yang juga menunjukkan adanya pengaruh pengungkapan sukarela terhadap penurunan asimetri informasi, yang pada akhirnya penurunan asimetri informasi tersebut dapat memberikan pengaruh terhadap penurunan COC. Hasil ini menurut Bernardi, *et al.* (2009) dapat dikarenakan

oleh informasi yang kurang relevan dalam pengambilan keputusan, oleh karena itu, walaupun investor memiliki banyak informasi mereka lebih banyak memilih menggunakan analisis teknikal untuk pengambilan keputusan.

Pengaruh Beta Saham terhadap COC

Berdasarkan hasil temuan empiris dalam penelitian ini, dari pihak investor, tinggi rendahnya tingkat keuntungan yang diisyaratkan merupakan pencerminan (dipengaruhi) oleh tingkat risiko. Hasil ini selaras dengan pendapat Witmer dan Zorn (2007) yang menjelaskan bahwa, kebanyakan investor ingin menghindari risiko, dan investor yang mengambil risiko tentunya mngharapkan pengembalian keuntungan yang sepadan.

Dengan demikian, secara umum risiko perusahaan yang tinggi berakibat tingkat keuntungan yang diminta oleh investor juga tinggi dan itu berarti COC juga tinggi. Demikian pula sebaliknya, tingkat risiko yang rendah tentu berdampak pada menurunnya keuntungan yang diminta investor yang juga berarti menurunnya biaya modal. Thian dan Chen (2009) juga menyatakan bahwa untuk mengurangi risiko sahamnya perusahaan dapat melakukan pengungkapan sukarela sehingga risiko jadi terhindarkan dan dapat mengurangi COC pada akhirnya.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap COC

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang dilakukan, ditemukan bahwa ukuran perusahaan dapat mempengaruhi COC. Dengan kata lain, tinggi rendahnya nilai perusahaan akan berdampak pada tinggi rendahnya COC perusahaan. Hasil ini selaras dengan temuan Murni (2004), hanya saja arah pengaruhnya berbeda. Dalam penelitian Murni (2004) ditemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif terhadap COC. Sementara dalam penelitian ini ukuran perusahaan menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap COC. Penelitian Mardiyah (2001) juga menemukan ukuran perusahaan (diproksi dengan total aktiva perusahaan) mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat pengungkapan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap COC

Hasil penelitian ini tidak menunjukkan adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya modal perusahaan atau COC. Hasil ini berlawanan dengan hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil penelitian Tarjo (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap COC. Hasil penelitian ini juga tidak selaras dengan penelitian Attig Attig, *et al.* (2012) yang menemukan adanya pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap biaya modal atau COC. Namun dalam penelitiannya tersebut, Attig, *et al.* (2012) juga menemukan bahwa, kepemilikan institusional dengan jangka waktu panjang memberi dampak penurunan yang lebih besar pada biaya modal perusahaan dibandingkan kepemilikan institusional dengan jangka waktu pendek. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dengan jangka waktu panjang memberikan tekanan yang lebih besar terkait tata kelola perusahaan serta kegiatan monitoring yang dilakukan pemilik modal. Berbeda dengan kepemilikan institusional dalam jangka waktu pendek yang kurang memberi tekanan terhadap manajemen, sehingga tidak mempengaruhi biaya modal. Teori yang diungkapkan Attig, *et al.* (2012) ini dapat menjelaskan mengapa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap COC. Selain itu hasil penelitian Attig, *et al.* (2012) tersebut juga dapat menjelaskan mengapa hasil penelitian ini tidak konsisten dengan teori agensi yang menyatakan bahwa meningkatnya pengawasan dapat berpengaruh pada penurunan biaya agensi, sehingga menyebabkan menurunnya biaya modal perusahaan atau COC.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Pertama, pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap COC. Hal ini berarti bahwa semakin banyak pengungkapan sukarela yang dilakukan oleh perusahaan, maka besar biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan akan semakin berkurang. Kedua, asimetri informasi tidak berpengaruh terhadap COC. Artinya, besarnya tingkat asimetri informasi tidak akan mempengaruhi

COC. Selanjutnya, variabel risiko saham menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif terhadap biaya modal perusahaan.

Dalam penelitian ini juga menguji tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap biaya modal perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap COC. Semakin besar ukuran perusahaan semakin besar pula biaya modal yang dikeluarkan perusahaan. Terakhir, penelitian ini menguji pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap COC. Hasil penelitian ini menemukan bahwa biaya modal tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional.

Secara teoritis, penelitian ini mendukung teori EMH yang diungkapkan oleh Fama. Hal ini terlihat dari hasil uji simultan yang menunjukkan bahwa aspek informasi memang sangat mempengaruhi bagaimana pasar mengambil keputusan. Oleh karena itu, BAPEPAM sebagai pengawas pasar modal sebaiknya membuat aturan dan pengawasan lebih terkait dengan pengungkapan ini, agar investor memperoleh informasi yang sesuai dengan yang mereka butuhkan.

Adanya hasil yang tidak sesuai secara simultan dalam penelitian ini dimungkinkan oleh adanya keterbatasan Penelitian sebagai berikut:

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang nantinya dapat memberikan arah bagi penelitian selanjutnya, adalah sebagai berikut:

Penelitian ini menggunakan indeks pengungkapan yang dikembangkan oleh Botosan (1997) sebagai indikator dalam menilai pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan. Penafsiran yang subjektif dimungkinkan terjadi saat memberikan penilaian item-item tertentu yang diungkapkan oleh perusahaan, sehingga dapat ditambahkan aspek lain untuk menilai pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan seperti *Global Reporting Initiatives (GRI)*, agar dapat memperluas aspek pengungkapan itu sendiri.

Indikator yang digunakan untuk menilai kepemilikan institusional juga menjadi keterbatasan dalam penelitian ini, yang menyebabkan peneliti tidak dapat menyaring pemegang saham institusional yang bersifat jangka panjang dengan pemegang saham institusional yang bersifat sementara.

DAFTAR RUJUKAN

- Alencar, R., Carvalho, dan Lopes, A.B. 2005. *Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: the Brazilian Case*.
- Akerlof, George, A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, No. 3. Hlm. 488–500.
- Attig, N., Cleary, S.W., Ghoul, S.E., dan Guedhami, O. 2012. Institutional Investment Horizon, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital. <https://secure.northernfinance.org/2011>.
- Benardi, Meliana, K., Sutrisno, dan Asih, P. 2009. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan dan Implikasinya Terhadap Asimetri Informasi. *Simposium Nasional Akuntansi XII*. Nopember, 2009. Palembang.
- Bertomeu, J., Beyer, A., dan Dye, R. 2009. Capital Structure, Cost of Capital, and Voluntary Disclosures. <http://qbox.wharton.upenn.edu>
- Blasco, M.E., dan Trombetta, M. 2002. *Disclosure Interactions and The Cost Of Equity Capital: Evidence From The Spanish Continuous Market*.
- Botosan, C.A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*. Vol.72, No.3, pp. 323–349.
- Cheyne, E. 2009. A Theory of Voluntary Disclosure and Cost of Capital.
- Chau, Gerald, K., dan Gray, S.J. 2002. Ownership Structure And Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong And Singapore. *The International Journal of Accounting*. Vol. 37, No. 247–265. University of Illinois.
- Dhaliwal, D., Li, Oliver Z., Tsang A., dan Yang George Y. 2009. Voluntary Non-Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Case of Corporate Social Responsibility Reporting. <http://www.accountancy.smu.edu.sg>.
- Diamond, Douglas, W., dan Verrechia, Robert, E. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost Of Capital. *The Journal of Finance*. Vol. 46, No. 4.
- Eisenhardt, K.M. 1989. Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of management review*. Vol. 14, No. 1, Hlm. 57–74.
- Elliot, R.G., dan P.D. Jacobson. 1994. Cost and Benefit of Business Information Disclosure. *Accounting Horizon*. vol 8, Des., 80–86.
- Fama, E.1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. Vol.25, Hlm. 383–417.

- Francis, J., Nanda, D., dan Olsson, P. 2007. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. <http://www.emeraldinsight.com>.
- Halim, A. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi ke-2. Jakarta: Salemba Empat.
- Hartono, J. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi tujuh. Yogyakarta: BPFE.
- Horn Van C. James, dan Wachowicz, M.J. 2000. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, Michael, C., dan W.H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol.3. Hlm. 305–360.
- Jones, C.P. 2004. *Investments: Analysis and Management*. Ninth Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Keown, Arthur, J., dan Martin, J.D. 2000. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. 443–480. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Komalasari, Puput, T. 2000. “Asimetri Informasi dan Cost of equity Capital”, *Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Lang, Mark, H., dan Lundholm, Russell, J. 1996. Corporate Disclosure Policy And Analyst Behavior. *The Accounting Review*. Vol. 71, No. 4. Hlm. 467–492.
- Lang, Mark, H., dan Lundholm, R.J. 2000. Voluntary Disclosure and Equity Offering: Information Asymmetry or Hying The Shock? *Contemporary Accounting Research*. Vol. 17, No. 4. Hlm. 623–662.
- Mardiyah, A.A. 2001. Pengaruh Asimetri Informasi dan Disclosure terhadap Cost of Equity Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5 No 2, Mei, Hlm 229–256.
- Murni, S.A. 2004. Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela Dan Asimetri Informasi terhadap Cost Of Equity Capital Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 7, No. 192–206.
- Rahmawati, Suparno, Y., dan Qomariyah, N. 2006. Pengaruh Asimetri Informasi terhadap Praktik Manajemen Laba pada Perusahaan Perbankan Publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Rouf, Md. Abdur. 2010. Corporate Characteristics, Governance attributes and the extent of Voluntary disclosure in Bangladesh. *Asian Journal of Management Research*. Online Open Access publishing platform for Management Research.
- Putra, W.M. 2011. Pengaruh Konflik Keagenan terhadap Corporate Governance Dan Kinerja Perusahaan. *Maksimum*. Vol.1, No.2, Hlm. 109–114.
- Scott, William, R. 2009. *Financial Accounting Theory*. USA: Prentice-Hall.
- Sekaran, U. 2003. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. Edisi Keempat. New York: John Willey and Sons Inc.
- Sudarmadji, A.M., dan Sularto, L. 2007. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan. *Proceeding PESAT*, vol. 2, No. 53–61.
- Tarjo. 2010. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham terhadap Cost of Equity Capital. *Simposium Nasional Akuntansi XI*.
- Tian, Y., dan Chen, J. 2009. Concept of Voluntary Information Disclosure and A Review of Relevant Studies. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 1, No. 2.
- Ujiyantho, M.A., dan Bambang, A.P. 2007. Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Wardani, D.T., dan Masodah. 2011. Pengaruh Asimetri Informasi, Struktur Kepemilikan Manajerial, Dan Leverage terhadap Praktik Manajemen Laba. *Proceeding PESAT*. vol. 4, No. 128–134.
- Weygandt, J.J., Kieso, D.E., dan Kimmel, P.D. 2007. *Accounting Principles*. Edisi 7. Jakarta: Salemba Empat.
- Witmer, J., dan Zorn, L. 2007. Estimating and Comparing the Implied Cost of Equity for Canadian and U.S Firm. Ban of Canada. Available at <http://www.bank of canada.ca/en/res/wp/2007/wp07-48.pdf>.