

## FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *COST OF CAPITAL*. (Pendekatan: *Structural Equation Model*).

Etty Murwaningsari  
Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti

### ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi pengaruh asimetri informasi dan manajemen laba terhadap pengungkapan dan biaya penelitian capital. Penelitian ini meneliti 53 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan laporan keuangan yang telah di audit sejak 2006-2008 karena itu pengamatan total terdiri dari 159 perusahaan. Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah *Structural Equation Model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada tiga hipotesis yang memiliki pengaruh signifikan: asimetri informasi dengan pengungkapan, asimetri informasi dengan biaya modal dan manajemen laba dengan biaya modal. Dua variable independen lainnya tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variable dependen. Test subsequent menunjukkan bahwa ada tiga hipotesis yang memiliki pengaruh signifikan: ukuran dengan pengungkapan, beta dengan biaya modal, dan pengaruh kualitas audit dengan biaya modal. Variabel kontrol lainnya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

**Kata kunci:** *asimetri informasi, Produktif Manajemen, Keterbukaan dan Biaya Modal*

### ABSTRACT

The objectives of this research are to identify the influences of information asymmetry and earning management toward disclosure and cost of capital. This research examines 53 manufacturing companies listed in Jakarta Stock Exchange and issues audited financial statement since 2006-2008 therefore total observations consist of 159 firm. The statistical method used to test the hypothesis is *Structural Equation Model*. The empirical result of this research indicates that there are three hypotheses which have significant influences: information asymmetry with disclosure, information asymmetry with cost of capital and earning management with cost of capital. The other two independent variables do not have a significant influence toward dependent variable. The subsequent test indicates that there are three hypotheses which have significant influences: size with disclosure, beta with cost of capital, and the influence of audit quality with cost of capital. The other control variable doesn't show significant influence toward dependent variable.

**Keywords:** *information asymmetry, Earning Management, Disclosure and Cost of Capital*



## I. PENDAHULUAN

*Cost of capital* adalah biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (Modigliani dan Miller, 1959; Dempsey, 1991). Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *cost of capital* yaitu diantaranya adalah pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*), asimetri informasi, manajemen laba, size, return kumulatif, karakteristik perusahaan, dan beta saham serta kualitas audit. Seperti yang disampaikan Diamond dan Verrecchia (1991) bahwa pengungkapan informasi akan menurunkan informasi asimetri dan pada akhirnya menyebabkan *cost of capital* akan

menurun. Lobo dan Zhou (2001) dan Veronica dan Bactiar (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan manajemen laba akan mengungkapkan lebih sedikit informasi dalam laporan keuangan agar tindakannya tidak mudah dideteksi. Botosan (1997) mendukung adanya hubungan negatif antara tingkat *disclosure* dan *cost of capital*.

Penelitian lain yang berkaitan dengan size perusahaan ada yang memberi hubungan positif antara size dengan tingkat *disclosure*. Jensen dan Meckling

(1976), mengatakan bahwa perusahaan besar akan mengungkapkan informasi yang lebih banyak karena beberapa alasan yaitu, sebagai upaya mengurangi biaya keagenan, bisa menanamkan modal pada berbagai jenis usaha, lebih mudah memasuki pasar modal, dan memperoleh pinjaman bank. Menurut Fitriani (2001) perusahaan besar akan menghadapi permintaan publik atas informasi yang tinggi sehingga perusahaan besar harus mengungkapkan lebih banyak informasi. Buzby (1975) menduga bahwa perusahaan kecil mungkin tidak memiliki sumber daya untuk memberikan informasi laporan tahunan yang terinci karena ada kendala biaya. Anggapan manajemen lainnya bahwa perusahaan kecil jika membuat disclosure terperinci akan membahayakan posisi kompetisinya Singhvi dan Desai (1993). Arah hubungan ternyata bisa negatif, jika dikaitkan dengan teori bahwa perusahaan besar tidak akan lepas dari tekanan politik, yaitu tekanan untuk melaksanakan tanggungjawab sosial. Dampaknya perusahaan besar mereduksi laporan keuangan (kurang terperinci/detail) karena ada kecenderungan tindakan politis untuk menghindari pajak (Jensen dan Meckling, 1976). Sedangkan keterkaitan size perusahaan dengan *cost of capital* ditemukan Murni (2004) bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin menurunkan *cost of capital*.

Hasil penelitian yang berkaitan dengan return kumulatif membuktikan bahwa semakin tinggi return yang diperoleh maka semakin banyak pula informasi yang diungkapkan untuk menarik perhatian investor (Widyaningdyah, 2001) Sedangkan karakteristik industri dari suatu perusahaan mempengaruhi luasnya tingkat pengungkapan pada laporan keuangan suatu perusahaan. Industri yang teregulasi akan mengungkapkan informasi yang lebih luas dibandingkan dengan industri yang tidak teregulasi. Hasil penelitiannya menunjukkan pengaruh positif dan signifikan antara karakteristik perusahaan dengan pada tingkat pengungkapan (Wondabio, 2007). Jones (2000) menyatakan bahwa beta merupakan suatu ukuran relatif dari risiko sistematis saham individu dalam pengaruhnya dengan pasar secara keseluruhan yang diukur dari fluktuasi *return*.

Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh positif dan signifikan antara beta saham dengan *cost of capital* perusahaan. Yumotuhu Gulo (2000) dan Murni (2004) meneliti pengaruh antara beta saham dengan *cost of capital* dan hasil kedua penelitian tersebut sama yaitu semakin besar beta saham perusahaan, maka *cost of capital* perusahaan juga akan semakin besar.

Penelitian Nurtiana (2006) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara beta saham dengan *cost of capital*. Selain penelitian diatas, Becker, DeFond, Jiambalvo dan Subramanyam (1998) menemukan bukti bahwa terdapat hubungan positif antara kualitas audit dengan *cost of capital*.

Hasil empiris diatas menguji pengaruh antar variabel secara parsial terhadap *cost of capital*. Namun penelitian ini ingin memberikan kontribusi yang lebih komprehensif yaitu dengan menguji secara simultan dari variabel variabel yang mempengaruhi *cost of capital* melalui *path analisis model* atau *structural equation model*.

Adapun motivasi peneliti dalam melakukan pengujian secara komprehensif adalah berdasarkan hasil penelitian pengaruh pengungkapan terhadap *Cost of capital*, yang memiliki dua aliran yang saling kontradiksi. Aliran pertama yang memberikan dukungan riset secara teoritis bahwa ada hubungan negatif antara tingkat pengungkapan dengan *cost of capital* artinya peningkatan pengungkapan akan meningkatkan likuiditas harga pasar sehingga akan menurunkan *cost of capital* [Verrecchia (1991) dalam Botosan (1997)]. Aliran kedua yang menyatakan ada hubungan positif yaitu penelitian Coles *et al.* (1995) serta Clarkson *et al.* (1996) yang menyarankan bahwa peningkatan pengungkapan akan mengurangi estimasi risiko sehingga pengembalian (*return*) asset meningkat.

Adanya ketidak konsistensian hasil penelitian tersebut memotivasi peneliti untuk merubah fungsi variabel pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) sebagai variabel *intervening* yaitu variabel yang menjadi perantara dari pengaruh variabel independen terhadap *cost of capital*. Artinya variabel independen yang dalam penelitian ini adalah asimetri informasi dan manajemen laba dapat berpengaruh langsung pada *cost of capital* atau berpengaruh tidak langsung pada *cost of capital* dengan melalui peng-ungkapan sukarela. Adapun tujuan penelitian adalah, pertama untuk mengetahui sejauh mana asimetri informasi dan manajemen laba dapat berpengaruh tidak langsung pada *cost of capital* melalui pengung-kapan sukarela. Untuk ini perlu mengetahui lebih dulu sejauh mana asimetri informasi dan manajemen laba dapat berpengaruh pada pengungkapan, dan sejauh mana pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital*. Apabila ketiga pengujian sama sama signifikan maka dapat dikatakan bahwa variabel pengungkapan sukarela sebagai variabel *intervening*. Sedangkan tujuan kedua untuk mengetahui sejauh mana

pengaruh langsung manajemen laba dan asimetri informasi terhadap *cost of capital*. Sehubungan uraian diatas, perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk pengujian tidak langsung.
  - a. Apakah terdapat pengaruh asimetri informasi dan manajemen laba terhadap pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*)?

- b. Apakah terdapat pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of capital*?
2. Untuk pengujian langsung  
Apakah terdapat pengaruh asimetri informasi dan manajemen laba terhadap *cost of capital*?



## II. KAJIAN PUSTAKADAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Kajian Pustaka

#### *Biaya modal atau cost of capital*

Menurut hasil penelitian Botosan (1997), biaya ekuitas dipengaruhi oleh tingkat *disclosure*, dan resiko (beta). Botosan (1997) pada dasarnya memakai model Ohlson untuk mengestimasi biaya modal ekuitas. Botosan (1997) menghitung ekspektasi biaya modal ekuitas dengan menggunakan estimasi laba per lembar saham untuk periode empat tahun ke depan ( $t = 4$ ) dan memakai data *forecast* laba per - saham yang dipublikasikan oleh *Value Line*. Terdapat beberapa model pengukuran *cost of capital*, yaitu:

*Capital Asset Pricing Model* (CAPM) menurut Ross *et al.*, (1998)

Model yang digunakan pada penelitian ini menggunakan pendekatan CAPM yang telah dilakukan oleh Komalasari dan Baridwan (2001). Skala pengukuran variabel dependen adalah skala rasio. Rumus untuk menghitung *cost of capital* yaitu:

$$COC_{it} = R_{ft} + \beta_i (R_{mt} - R_{ft})$$

Keterangan:

$COC_{it}$ : *Cost of capital* (biaya modal) perusahaan  $i$  pada tahun  $t$

$R_{ft}$  : *Return* bebas risiko yang diproksi dengan tingkat bunga SBI 1 bulan

$\beta_i$  : Risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan

$R_{mt}$  : *Return* pasar diperoleh dari IHSG hari  $t$  ditambah IHSG hari  $t-1$  dibagi IHSG hari  $t-1$

Dalam penelitian ini hanya menggunakan pendekatan kedua, yaitu SML (Security Market Line) Approach atau yang lebih dikenal dengan CAPM (*Capital Asset Pricing Models*). Alasannya adalah pembahasan mengenai

pengaruh tingkat *disclosure* terhadap *cost of capital* juga tidak terlepas dari faktor resiko didalamnya dan penggunaan pendekatan ini tidak dibatasi oleh pertumbuhan dividen yang konstan, sehingga dapat diterapkan pada lingkungan yang lebih luas.

Model Ohlson (1995)

*Cost of capital* (biaya modal) dihitung berdasarkan tingkat diskonto dari *future cash flow* (Ohlson : 1995, Botosan : 1997). Model Ohlson digunakan untuk mengestimasi nilai perusahaan dengan mendasarkan pada nilai buku ekuitas ditambah dengan nilai tunai dari laba abnormal.

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^T (1+r)^{-\tau} Et \{x_{t+\tau} - (r)y_{t+\tau}\} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

$P_t$  : Harga saham pada tahun  $t$

$B_t$  : Nilai buku per lembar saham tahun  $t$

$X_{t+1}$  : Laba per lembar saham pada tahun  $t+1$

$r$  : Efektifitas Biaya modal

Untuk mengestimasi laba per saham pada tahun  $t+1$  digunakan model *Random Walk* sebagai berikut:

$$E(x_{t+1}) = x_t + \delta \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

$E(x_{t+1})$ : Estimasi laba per lembar saham pada tahun  $t+1$

$x_t$  : Laba per lembar saham aktual pada tahun  $t$

$\delta$  : *Drift term* yang merupakan rata-rata perubahan laba per lembar saham

Dengan demikian estimasi biaya modal pada persamaan (1) dapat disederhanakan menjadi sebagai berikut:

$$P_t = B_t + (1+r)^{-1} [x_{t+1} - rB_t] \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

$X_{t+1}$ : Laba per saham tahun t+1 yang diestimasi dengan model *random walk* seperti persamaan (2).

Setelah disederhanakan secara matematik maka persamaan (3) menjadi :

$$(P_t - B_t)(1+r) = (x_{t+1} - rB_t) \\ r = (B_t + x_{t+1} - P_t) / P_t \dots\dots\dots (4)$$

### Disclosure / Pengungkapan

Tingkat *disclosure* adalah tingkat pengungkapan atas informasi yang diberikan sebagai lampiran dalam laporan keuangan dalam bentuk catatan kaki atau tambahan. Pengungkapan dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela. Pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) adalah pengungkapan informasi yang diatur oleh badan pembuat standard dan regulator lainnya, aturan ini berupa persyaratan minimal pengungkapan yang harus dipenuhi oleh perusahaan publik. Sedangkan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) adalah pengungkapan diluar yang diwajibkan, merupakan pilihan bebas manajemen untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang relevan sebagai dasar pengambilan keputusan para pemakai.

Berlandaskan teori mengenai penggunaan indeks pengungkapan dengan pembobotan dan tanpa pembobotan, serta berdasarkan atas temuan Chow dan Wong-Boren (1987) bahwa tidak terdapat perbedaan, skor pengungkapan dengan pembobotan maupun tanpa pembobotan.

Penggunaan indeks pengungkapan dengan pembobotan antara lain digunakan oleh Shingvi dan Desai (1993), Buzby (1975), dan Botosan (1997).

Penelitian ini menggunakan indeks pengungkapan tanpa memberikan pembobotan terhadap item pengungkapan yang dimuat dan/ atau dapat dimuat dalam laporan tahunan antara lain telah dilakukan oleh Cooke (1992) dan Meek et al. (1995).

### Asimetri Informasi

Menurut Scott (2003), terdapat dua macam asimetri informasi yaitu:

- (1) *Adverse selection*, adalah manajer mengetahui banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibanding investor. Informasi yang dapat mempengaruhi keputusan pemegang saham, tidak disampaikan.

- (2) *Moral hazard*, yaitu kegiatan yang dilakukan manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham atau pemberi pinjaman. Sehingga manajer dapat melakukan tindakan yang melanggar kontrak. Berkaitan dengan *bid-ask spread*, akuntan terfokus pada komponen *adverse selection* karena berhubungan penyediaan informasi ke pasar modal.

*Bid-ask spread* adalah selisih harga beli tertinggi dengan harga jual terendah dari trader. Stoll 1989, menyatakan bahwa *bid-ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yang berasal dari

- (1) pemilikan saham (*inventory holding*),
- (2) pemrosesan pesanan (*order processing*) dan
- (3) informasi asimetri.

Teknik untuk mengestimasi model *bid-ask spread* dikembangkan Glosten et.al (1988). Dekomposisi teknik spread tersebut terdiri atas dua komponen:

- 1) komponen *transitory* adalah informasi asimetri;
- 2) komponen *adverse selection* adalah *inventory cost*, *power* monopoli spesialis dan *kos clearing*.

Glosten dan Harris (1988) menemukan bukti bahwa perubahan *spread* saham biasa dalam jumlah yang signifikan diakibatkan oleh informasi asimetri. Dengan demikian *spread* dapat digunakan sebagai proksi kesetimbangan informasi yang dihadapi partisipan pasar modal.

Penggunaan *bid-ask spread* sebagai proksi asimetri informasi dalam praktiknya mengalami 4 kelemahan, yaitu :

- (a) *Spread* diasosiasikan dengan biaya pemrosesan pesanan dan biaya penyimpanan sediaan yang dihadapi oleh pedagang sekuritas (Stoll, 1989). Masalah kesalahan dalam variabel ini menimbulkan bias uji statistic yang mengarah ke nilai nol, dan hal ini tidak mudah untuk diatasi.
- (b) *Bid-ask spread* yang dapat diobservasi mengalami perbedaan secara institusional karena persentase *spread* (dalam harga saham) utamanya merupakan fungsi dari tingkat harga saham.
- (c) *Bid-ask spread* tidak terlalu sensitive terhadap perubahan lingkungan informasi.
- (d) *Quoted bid-ask spread* merupakan ukuran likuiditas yang kasar (*noisy measure*) karena banyak perdagangan besar terjadi di luar *spread* dan banyak perdagangan kecil terjadi di dalam *spread* (Lee, 1993). Guna mengatasi kelemahan di atas, maka pada penelitian ini peneliti menggunakan *spread* yang sudah disesuaikan (*AdjSpread*) sebagai proksi informasi asimetri.

*Discretionary accrual*

Terdapat beberapa model *Discretionary accrual* yaitu :

- a. Model Jones 1991 yang dimodifikasi Dechow dkk (1995).

Pertimbangan penulis dalam menggunakan model ini adalah walaupun terjadinya *measurement error* pada *discretionary accruals* yang di-construct dari residual yang ada pada *modified Jones model* (1991), namun model ini memperlihatkan kemampuan yang paling besar dalam mendeteksi manajemen laba diantara model *accrual* yang disarankan dalam kepustakaan (Dechow et. al., 1995, Guay et. al., 1999).

Modifikasi yang dilakukan Dechow (1995) atas model Jones (1991) adalah menambahkan perubahan pendapatan dan perubahan piutang. Tujuan dari variabel tersebut adalah untuk mengontrol perubahan dalam kondisi ekonomi perusahaan yang dapat menyebabkan perubahan riil dalam *accrual*. Perubahan pada pendapatan digunakan untuk mengontrol perubahan dalam aktivitas bisnis. *Total Accruals* (TA) mencakup perubahan dalam modal kerja, seperti piutang, persediaan dan hutang, hal ini bergantung pada sejauh mana perubahan dalam pendapatan. *Property, plant, and equipment* mengontrol untuk porsi dari *total accrual* yang terkait dengan biaya penyusutan dari *non-discretionary*. Berikut perhitungan model Dechow et al., (1995):

*Total Accrual*

$$TAC_{it} = Ni_{it} - CFO_{it}$$

*Perhitungan Discretionary Accrual*

$$DAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - NDTAC_{it} \text{ atau}$$

$$DAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - \{\alpha_1[1/TA_{it-1}] + \alpha_2 [\Delta REV_{it}/TA_{it-1} - \Delta REC_{it}/TA_{it-1}] + \alpha_3 [PPE_{it}/TA_{it-1}]\}$$

- b. Model Jones 1991 yang dimodifikasi Kasznik (1999)

Menurut pendapatnya beberapa kelemahan pendekatan neraca secara tidak langsung dalam menghitung akrual. Kelemahan tersebut adalah perubahan aktiva dan kewajiban lancar yang disebabkan oleh kejadian non-operasional akan tampak dalam neraca, namun tidak tampak di laporan laba-rugi. Konsekuensinya adalah sebagian dari perubahan akun modal kerja neraca berhubungan dengan kejadian non-operasional akan keliru sebagai akrual. Hribar dan Collins (2002) menyebut kejadian non-operasional ini

sebagai kejadian non-artikulasi. Mereka mengajukan tiga kejadian non-artikulasi utama yaitu akuisisi, divestasi dan translasi valuta asing. Adapun perhitungan *discretionary accrual model* Kasznik (1999) sebagai berikut:

*Total Accrual*

$$TAC_{it} = Ni_{it} - CFO_{it}$$

*Perhitungan Discretionary Accrual*

$$DAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - NDTAC_{it} \text{ atau}$$

$$DAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - \{\alpha_1[1/TA_{it-1}] + \alpha_2 [\Delta REV_{it}/TA_{it-1} - \Delta REC_{it}/TA_{it-1}] + \alpha_3 [PPE_{it}/TA_{it-1}] + \alpha_4 \Delta CFO_{it}/TA_{it-1}\}$$

- c. Model Jones 1991 yang dimodifikasi Dechow (2002): *Forward-Looking Model*

Model ini mencakup tiga penyesuaian dari *modified Jones model*. Penyesuaian pertama adalah dengan memperlakukan sebagian dari peningkatan dalam penjualan kredit sesuai dengan ekspektasi, yang berlawanan dengan asumsi bahwa seluruh penjualan kredit adalah *discretionary*. Hal ini diperoleh dengan melakukan estimasi atas parameter k dari regresi OLS atas perubahan pada piutang dalam perubahan pendapatan dan membuatnya berada pada kisaran 0 dan 1. Maka, bagian yang diharapkan dari perubahan dalam piutang yang timbul dari perubahan dalam penjualan akan diperlakukan sebagai akrual normal sehingga perubahan penjualan akan berkurang sebesar kurang dari 100 persen dari peningkatan piutang.

Penyesuaian yang kedua adalah untuk lag total akrual dan didasarkan pada asumsi bahwa total akrual adalah auto-korelasi. Perusahaan dengan tingkat akrual yang tinggi (rendah) dalam tahun t-1 adalah cenderung memiliki tingkat akrual yang tinggi (rendah) pada tahun t.

Penyesuaian terakhir adalah untuk pertumbuhan penjualan di masa depan. Perusahaan dapat meningkatkan persediaan sebagai antisipasi atas penjualan di masa depan yang lebih tinggi dan akrual yang terkait dengan peningkatan persediaan tidak boleh diperlakukan sebagai bagian dari manajemen laba, namun sebagai respon yang rasional dari manajemen terhadap perkiraan pertumbuhan penjualan di masa depan. Adapun modelnya sebagai berikut:

*Total Accrual*

$$TAC_{it} = Ni_{it} - CFO_{it}$$

Perhitungan *Discretionary Accrual*  
 $DAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - NDTAC_{it}$  atau  
 $DAC_{it} = TAC_{it} - [\alpha_1 + \alpha_2 [\Delta SALES_{it} - (1-k)\Delta AR_{it}] + \alpha_3 PPE_t + \alpha_4 TAC_{it-1} + \alpha_5 GR\_Sales_{t-1}]$

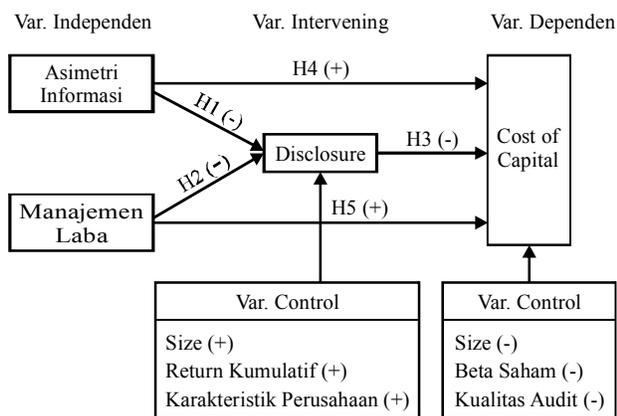
Dimana:  
 K : *slope coefficient* regresi antara  $\Delta AR$  dengan  $\Delta sales$  ( $\Delta sales = \alpha + \beta \Delta AR$ ).  
 GR\_Sales<sub>it</sub> perubahan penjualan perusahaan I tahun t+1 semua variabel diskala dengan total aktiva t-1.

d. Model Jones 1991 yang dimodifikasi Kothari (2005)  
 Model ini mengestimasi model yang serupa dengan Jones dan model *modified jones*, namun memasukkan ROA<sub>it</sub> (Return on Asset) atau ROR<sub>it-1</sub>. Pendekatan ini didesain untuk memasukkan *performance measure* dalam regresi akrual.

*Total Accrual*  
 $TAC_{it} = Ni_{it} - CFO_{it}$

Perhitungan *Discretionary Accrual*  
 $DAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - NDTAC_{it}$  atau  
 $DAC_{it} = TAC_{it} - [\alpha_1 + \alpha_2 (\Delta SALES_{it} - \Delta AR_{it}) + \alpha_3 PPE_t + \alpha_4 ROA_t]$

**Kerangka Pemikiran**



**Pengembangan Hipotesis**

*Asimetri informasi dan disclosure*  
 Informasi akuntansi yang berkualitas berguna bagi investor untuk menurunkan informasi asimetri. Informasi asimetri timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham dan *stakeholders* lainnya. Verrecchia (1982) telah mengembangkan suatu model formal untuk melihat hubungan informasi laba terhadap informasi asimetri. Verrecchia

menyimpulkan bahwa peningkatan informasi publik akan menurunkan jumlah pencarian informasi privat yang mahal. Model Verrecchia (1982) menyatakan bahwa informasi laba akan menurunkan informasi asimetri dalam pasar saham artinya penerbitan informasi publik akan mengurangi insentif bagi investor untuk memperoleh keuntungan semaksimal mungkin. Penelitian ini searah dengan Gonedes (1980) bahwa regulasi pengungkapan mempunyai potensi untuk mengurang informasi asimetri. Penelitian lain yang berbeda yaitu menunjukkan hubungan positif antara informasi asimetri dengan biaya modal dilakukan oleh Komalasari (2001) dan Murni (2004). Tingkat pengungkapan laporan keuangan membantu pemegang saham memahami isi yang dilaporkan dalam laporan keuangan. Glosten dan Milgrom (1985) dalam Lobo dan Zhou (2001) mengatakan peningkatan informasi pelaporan tahunan akan menurunkan asimetri informasi. Maka hipotesa sebagai berikut :

**Ha<sub>1</sub>** : Terdapat pengaruh signifikan negatif antara asimetri informasi dengan *disclosure*

*Manajemen laba dan disclosure*

Kaitan manajemen laba dengan tingkat keluasan pengungkapan dikemukakan oleh Veronica dan Bactiar (2003) menyimpulkan bahwa manajemen laba dan tingkat pengungkapan memiliki hubungan yang negatif.

Asimetri informasi yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham sebagai pengguna laporan keuangan menyebabkan pemegang saham tidak dapat mengamati seluruh kinerja dan prospek perusahaan secara sempurna. Dalam situasi dimana pemegang saham memiliki informasi yang lebih sedikit dari manajer, manajer dapat memanfaatkan fleksibilitas yang dimilikinya untuk melakukan manajemen laba. Tingkat pengungkapan dalam laporan keuangan akan membantu pemegang saham memahami isi dan angka yang dilaporkan dalam laporan keuangan. Glosten dan Milgrom (1985) dalam Lobo dan Zhou (2001) mengatakan bahwa peningkatan informasi dalam pengungkapan laporan keuangan akan menurunkan asimetri informasi. Dengan demikian, peningkatan pengungkapan menyebabkan fleksibilitas manajer untuk melakukan manajemen laba akan berkurang karena berkurangnya asimetri informasi antara manajemen dengan pemegang saham dan pengguna laporan keuangan lainnya. Hipotesa yang diajukan sebagai berikut:

**Ha<sub>2</sub>** : Terdapat pengaruh signifikan negatif antara manajemen laba dengan *disclosure*

*Disclosure dan cost of capital*

Botosan (1997) meneliti hubungan antar tingkat pengungkapan sukarela dengan *cost of equity capital* dengan meregresikan *cost of equity capital* (yang diukur berdasarkan *market beta*), ukuran perusahaan dan tingkat pengungkapan yang diukur dengan skor dikembangkan sendiri oleh peneliti yang bersangkutan. Hasilnya menunjukkan bahwa semakin besar tingkat pengungkapan akuntansi yang dilakukan perusahaan, semakin rendah *cost of capital*-nya. Elliott dan Jacobson (1994) menemukan bahwa manfaat pengungkapan informasi secara sukarela adalah semakin kecilnya biaya modal. Gulo (2000) mengemukakan bahwa penelitian teoretis yang mendukung hubungan negatif antara tingkat pengungkapan dan *cost of equity capital* artinya pengungkapan dapat menaikkan likuiditas pasar saham dengan demikian menurunkan *cost of equity capital*, baik melalui menurunnya biaya-biaya transaksi atau melalui meningkatnya permintaan sekuritas saham. Penelitian ini didukung oleh Amihud dan Mendelson (1986) serta Diamond dan Verrecchia (1991).

Hasil penelitian Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa dengan mengungkapkan informasi privat maka tuntutan investor terhadap kompensasi menurun karena biaya transaksi turun sehingga komponen adverse selection dari bid-ask spread berkurang dan pada akhirnya *cost of equity capital* juga turun. Kim dan Verrecchia (1994) telah membuat model hubungan likuiditas pasar dan pengumuman laba. Keduanya menguraikan bahwa pengumuman laba dapat mengurangi kos pemrosesan informasi secara individual ataupun institusional, karena informasi yang diterima oleh partisipan pasar relatif sama. Biaya pemrosesan agregat dari partisipan pasar ini akan mempengaruhi likuiditas pasar. Jika biaya pemrosesan tinggi (karena informasi asimetri meningkat), maka pasar menjadi kurang likuid. Penurunan likuiditas dan peningkatan informasi asimetri ini akan membawa pada harga sekuritas yang tinggi, sehingga *cost of capital* juga meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Frankel et al. (1995) dan Healy (1999) menunjukkan bukti bahwa tingkat pengungkapan memiliki pengaruh terhadap biaya modal. Semakin tinggi tingkat pengungkapan dalam laporan keuangan tahunan akan menurunkan *cost of equity*. Maka hipotesa sebagai berikut:

**Ha<sub>3</sub>** : Terdapat pengaruh signifikan negatif antara *disclosure* dengan *cost of equity*

*Asimetri informasi dan Cost of Capital*

Informasi asimetri timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek

perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham dan *stakeholders* lainnya. Penurunan informasi asimetri akan menyebabkan pengurangan dalam biaya transaksi, dimana biaya transaksi diwakili oleh *bid-ask spread*. Penelitian Komalasari (2001) dan Murni (2004) meneliti hubungan antara informasi asimetri dan biaya modal, dimana informasi asimetri diukur dengan *bid-ask spread*. Hasil menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara informasi asimetri dengan biaya modal. Maka hipotesa adalah sebagai berikut :

**Ha<sub>4</sub>** : Terdapat pengaruh signifikan positif antara asimetri dengan *cost of equity*

*Manajemen Laba dan Cost of Capital.*

Motif manajemen melakukan manipulasi laba adalah untuk memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya murah. Utami Wiwik (2005) meneliti pengaruh manajemen laba terhadap biaya modal ekuitas, dimana manajemen laba dihitung berdasarkan rasio akrual modal kerja dengan penjualan. Hasil dari penelitian tersebut adalah mendukung penelitian Dechow et al. (1996) yang memberikan bukti empiris bahwa manajemen laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya modal ekuitas.

Dechow et al. (1996), meneliti penyebab dan konsekuensi dari tindakan laba di mana salah satu tujuannya adalah untuk mengetahui sejauh mana dampak manipulasi laba terhadap biaya modal. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang mendapat sanksi dari *Securities Exchange Commission* (SEC) karena diduga keras telah melakukan penyimpangan terhadap standar akuntansi yang berlaku, dengan tujuan untuk memanipulasi laba. Motif manajemen melakukan manipulasi laba adalah untuk memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya murah. Proksi yang digunakan untuk mengukur biaya modal adalah. (1) harga saham, (2) *bid-ask spread*, dan (3) *number of analyst following*. Dari hasil analisis komparatif antara perusahaan yang mendapat sanksi dari SEC karena dugaan manipulasi laba dan perusahaan lain yang tidak bermasalah (sampel kontrol) diperoleh kesimpulan bahwa, biaya modal perusahaan yang terkena sanksi SEC lebih tinggi secara signifikan dibandingkan dengan sampel kontrol. Sedangkan Stolowy dan Breton (2000) melakukan studi pustaka tentang manipulasi akun (*account manipulation*), yang mencakup manajemen laba, perataan laba, *big bath accounting*, dan *creative accounting*. Mereka menjelaskan bahwa manipulasi dilakukan didasarkan pada keinginan manajemen untuk mempengaruhi persepsi investor atas risiko perusahaan. Risiko tersebut dapat dipecah dalam dua komponen yaitu: (1) risiko yang dihubungkan

dengan variasi imbal hasil, yang diukur dengan laba per lembar saham, dan (2) risiko yang dihubungkan dengan struktur keuangan perusahaan, yang diukur dengan *debt equity ratio*. Dengan demikian tujuan manajemen laba itu sendiri adalah untuk memperbaiki ukuran kedua risiko tersebut. Semakin tinggi tingkat manajemen laba menunjukkan semakin tinggi risiko

imbal hasil-saham dan konsekuensinya investor akan menaikkan *rate* biaya modal ekuitas. Maka hipotesa yang diajukan sebagai berikut :

**H<sub>a5</sub>** : Terdapat pengaruh signifikan positif antara manajemen laba dengan *cost of equity*

### III. METODE PENELITIAN

#### Data dan Sampel

Data yang digunakan adalah data *archival*, yaitu data sekunder yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Indonesia, BAPEPAM, Dewan Riset Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti dan *Indonesian Capital Market Directory*.

Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini menggunakan metoda *purposive sampling* yaitu metoda pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu agar dapat mewakili populasinya. Adapun jumlah observasi sebesar 159 perusahaan/tahun. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

- Menerbitkan laporan keuangan audited selama periode pengamatan penelitian, yaitu dari tahun 2006 s.d. 2008.
- Memiliki data yang dibutuhkan untuk penelitian.
- Saham perusahaan aktif diperdagangkan (*liquid*), mengacu S.E,PT,BEJ.No. 03/BEJ.II.I/1994. yaitu frekuensi perdagangan lebih dari 75 kali dalam tiga bulan.

#### Variabel dan Pengukurannya

Variabel Tidak Bebas (*Dependent Variable*)

Variabel dependen adalah biaya modal (*cost of capital*). Estimasi *cost of capital* dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang telah dilakukan oleh Komalasari dan Baridwan (2001). Rumus yaitu :

$$COC_{it} = R_{it} + \beta_i (R_{mt} - R_{it})$$

Keterangan

$COC_i$  : *Cost of capital* (biaya modal) perusahaan i pada tahun<sub>t</sub>

$R_{it}$  : *Return* bebas risiko yang diproksi dengan tingkat bunga SBI 1 bulan

$\beta_i$  : Risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan

$R_{mt}$  : *Return* pasar yang diperoleh dari IHSG pada hari t ditambah IHSG pada hari t-1 dibagi IHSG pada hari t-1

Variabel Bebas (*Independent variable*)

#### a. Asimetri Informasi

Pengukuran menggunakan seperti halnya pada penelitian yang dilakukan oleh Richardson (1998) dan Rahmawati (2006) sebagai berikut.

$$SPREAD_{i,t} = \frac{[(ask_{i,t} - bid_{i,t}) / ((ask_{i,t} - bid_{i,t}) / 2)]}{x 100\%}$$

Namun, penggunaan *bid-ask spread* sebagai proksi informasi asimetri mengandung beberapa kelemahan. Guna mengatasi kelemahan, maka perhitungan *spreads* dilakukan penyesuaian dengan rumus sebagai berikut:

$$SPREAD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PRICE_{i,t} + \alpha_2 VAR_{i,t} + \alpha_3 TRANS_{i,t} + \alpha_4 DEPTH_{i,t} + ADJSPREAD_{i,t} \text{ (atau } \epsilon_{i,t} \text{)}$$

Notasi :

$ASK_{i,t}$  = harga *ask* (harga penawaran) tertinggi saham perusahaan i yang terjadi pada hari t.

$BID_{i,t}$  = harga *bid* (harga permintaan) terendah saham perusahaan i yang terjadi pada hari t.

$PRICE_{i,t}$  = harga penutupan saham i pada hari t dalam *event windows*.

$TRANS_{i,t}$  = jumlah transaksi suatu saham perusahaan i pada hari t dalam tiap-tiap hari *event windows*.

$VAR_{i,t}$  = Variabilitas (varian) return harian selama periode penelitian pada saham perusahaan i dan hari ke t. Return harian merupakan % perubahan harga pada hari ke t dengan harga (t-1).

DEPTH<sub>it</sub> (atau ε<sub>it</sub>) = Rata-rata jumlah saham perusahaan i dalam semua *quotes* (jumlah yang tersedia pada saat *ask* ditambah jumlah yang tersedia pada saat *bid* dibagi dua) selama setiap hari t dalam *event windows*.

ADJSPREAD<sub>it</sub> = Residual *error* yang digunakan sebagai ukuran SPREAD yang telah disesuaikan dan digunakan sebagai proksi asimetri informasi untuk perusahaan i pada hari ke t.

#### b. Manajemen laba

Pengukuran manajemen laba dengan menggunakan model Jones yang telah dimodifikasi oleh Dechow, Sloan, Sweeney (1995). Dengan langkah berikut:

##### 1) Total Accrual

Perhitungan discretionary accrual diawali dengan perhitungan Total Accruals, berikut

$$TAC_{it} = Ni_{it} - CFO_{it}$$

##### 2) Discretionary Accrual dan nondiscretionary accrual

Total akrual sebuah perusahaan dapat dipisahkan menjadi *non-discretionary accrual* dan *discretionary accrual*. Jones (1991) membuat sebuah model untuk memisahkan tingkat akrual *discretionary* dan *non-discretionary*, yaitu,

$$TAC_{it}/TA_{it-1} = NDTAC_{it} + DTAC_{it}$$

##### 3) Perhitungan non-discretionary accrual

Model Dechow, Sloan dan Sweeney (1996) menunjukkan bahwa perubahan penjualan disesuaikan dengan perubahan piutang (DREC<sub>it</sub>) serta mengajukan perubahan arus kas operasi sebagai salah satu komponen model mereka untuk memperhitungkan pengaruh kinerja tahun berjalan terhadap *non-discretionary accrual*.

$$TAC_{it}/TA_{it-1} = \alpha_1 [1/TA_{it-1}] + \alpha_2 [\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}/TA_{it-1}] + \alpha_3 [PPE_{it}/TA_{it-1}] + E_{it}$$

Apabila dilihat dari persamaan di atas, maka estimasi *discretionary accrual* (DTAC) adalah E<sub>it</sub> (*error term*) yang merupakan bagian dari *total accrual* yang

tidak dapat dijelaskan oleh kegiatan normal perusahaan

#### 4) Perhitungan Discretionary Accrual

$$DTAC_{it} = TAC_{it}/TA_{it-1} - \{ \alpha_1 [1/TA_{it-1}] + \alpha_2 [\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}/TA_{it-1}] + \alpha_3 [PPE_{it}/TA_{it-1}] \}$$

Notasi:

TAC<sub>it</sub> = Total accruals dari perusahaan i dalam periode t

NDTAC<sub>it</sub> = Non-discretionary accruals

DTAC<sub>it</sub> = Discretionary accruals

TA<sub>it-1</sub> = Total Aset dari perusahaan i dalam periode t-1

ΔREV<sub>it</sub> = Perubahan piutang dari perusahaan i dalam periode t-1

ΔREC<sub>it</sub> = Perubahan piutang bersih dari perusahaan i dalam periode t-1

PPE<sub>it</sub> = Property, plant, equipment dari perusahaan i dalam periode t-1

CFO<sub>it</sub> = arus kas operasi perusahaan i pada periode ke-t

NI<sub>it</sub> = laba bersih sebelum extraordinary item perusahaan i periode ke-t

e<sub>it</sub> = error term perusahaan i pada periode t

#### Variabel Intervening

*Disclosure*, menurut Meek dkk. (1995), pengukuran luas pengungkapan sukarela menggunakan indeks (*disclosures index*, DI), diperoleh dengan:

$$DI = \frac{\text{Jumlah item informasi yang dipenuhi}}{\text{Jumlah total item informasi yang mungkin dipenuhi}}$$

#### Variabel control

##### a. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan diukur dari *market capitalization* yaitu jumlah lembar saham beredar akhir tahun dikalikan dengan harga saham penutupan akhir tahun, hasilnya dilogaritma.

##### b. Beta Saham.

Variabel ini merupakan resiko sistematis (beta) dengan menggunakan *market model* dengan menggunakan rumus CAPM. Beta berpengaruh positif terhadap discretionary accruals. Adapun rumusannya adalah:

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

Dimana:

$R_{it}$  : return bulanan perusahaan i pada periode estimasi t, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it}$$

$P_{it}$  : harga penutupan saham pada hari akhir bulan t.

$P_{it-1}$  : harga penutupan saham pada hari terakhir bulan t-1

$R_{m_t}$  : return bulanan IHSG pada periode bulan t, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{m_t} = (IHSG_{it} - IHSG_{it-1}) / IHSG_{it}$$

c. Return Kumulatif

Return kumulatif dalam penelitian ini menggunakan return saham bulanan yang diakumulasi selama satu tahun.

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Keterangan :

$R_{it}$  adalah return saham i pada bulan t

$P_{it}$  adalah harga penutupan saham i pada bulan t

$P_{it-1}$  adalah harga penutupan saham i pada bulan t-1

d. Karakteristik Perusahaan.

Karakteristik perusahaan pada penelitian ini dibagi berdasarkan kriteria regulated dan non regulated. Perusahaan teregulasi adalah perusahaan yang terpengaruh oleh ketentuan-ketentuan tertentu seperti perusahaan yang penentuan tarifnya oleh pemerintah atau pihak tertentu. Klasifikasi tersebut sesuai dengan hasil penelitian Dunn et al (2000) dan telah disesuaikan dengan klasifikasi industri pada bursa efek Indonesia. Indikator karakteristik

perusahaan menggunakan dummy, 1 untuk industri teregulasi dan 0 untuk industri yang tidak teregulasi.

e. Kualitas Audit

Variabel ini diukur dengan menggunakan variabel dummy : 1 auditor spesialis dan 0 auditor non spesialis. Auditor spesialis diukur dengan cara yang digunakan oleh Craswell *et al.* (1995). Pertama, sampel industri yang digunakan adalah industri yang minimal memiliki 30 perusahaan. Kedua, auditor dikatakan spesialis jika auditor tersebut mengaudit 15 % dari total perusahaan yang ada dalam industri tersebut.

**Model penelitian:**

Persamaan 1 (Uji hipotesa 1 dan 2):

$$Disclosure = \beta_1 Asimetri + \beta_2 ML + \beta_3 Size + \beta_4 Return + \beta_5 KP + e_6$$

Persamaan 2 (Uji hipotesa 3):

$$Cost\ of\ capital = \beta_1 Disclosure + \beta_2 Size + \beta_3 Beta + \beta_4 Audit + e_7$$

Persamaan 3 (Uji hipotesa 4 dan 5):

$$Cost\ of\ capital = \beta_1 Asimetri + \beta_2 ML + \beta_3 Size + \beta_4 Beta + \beta_5 Audit + e_8$$

Keterangan :

Asimetri = Asimetri Informasi

Disclosure = Indeks Pengungkapan

Return = Return Kumulatif

KP = Karakteristik Perusahaan

Audit = Kualitas Audit

ML = Manajemen Laba

COC = Cost of Capital

Size = Ukuran Perusahaan

Beta = Beta Saham



#### IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengolahan data menggunakan program AMOS (*Analysis of Moment Structures*) version 7. Dengan beberapa tahapan sesuai Hair et al., (1995) sebagai berikut:

##### Pengujian Normalitas

Suatu distribusi data dapat dikatakan normal apabila nilai C.R. *skewnes* maupun *kurtosis* lebih kecil dari nilai kritik tabel  $\pm 1,96$ , tingkat signifikansi 0.05 (*p-value* 5%).

**Tabel 1:** Hasil Pengujian Normalitas

VARIABEL	MIN.	MAX.	SKEW	C.R.	KURTOSIS	C.R.
Audit	0,000	1,000	0,522	2,202	-1,728	-3,649
KP	0,000	1,000	0,783	3,306	-1,387	-2,929
Return	-0,881	1,272	0,354	1,494	0,018	0,037
Beta	-1,198	2,982	0,596	2,515	0,232	0,490
Size	23,397	32,336	0,932	3,938	0,794	1,676
Asimetri	-83,271	74,084	1,631	6,886	4,947	10,446
ML	-0,526	0,777	0,556	2,347	0,085	0,180
Discl	0,708	0,993	-0,176	-0,744	-1,005	-2,121
COE	-0,119	0,181	-0,665	-2,808	0,810	1,711
Multivariate					2,702	0,762

Pada tabel yang disajikan diatas, dengan analisis secara *univariate*, diketahui tidak semua variabel penelitian berdistribusi normal. Jika diamati dari nilai C.R. *kurtosis*, untuk variable return, beta, size, hutang, *book to market*, manajemen laba dan COE, masing-masing memiliki nilai C.R. kurang dari nilai kritik tabel  $\pm 1,96$ . Maka variabel tersebut secara *univariate* dinyatakan berdistribusi normal. Namun jika pengujian dianalisis secara *multivariate*, diketahui bahwa C.R. *kurtosis* sebesar 0,762 kurang dari nilai kritik tabel 1,96. Maka dapat dinyatakan bahwa distribusi data adalah normal secara *multivariate*.

Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini terdistribusi normal untuk sebagian variabel secara *univariate* dan terdistribusi normal secara *multivariate*. Oleh karena itu asumsi normalitas dapat terpenuhi. Hair (edisi 5, hal 71) menyebutkan jika sebuah variabel adalah normal secara *multivariate*, maka akan normal juga secara *univariate*. Tetapi tidak berlaku sebaliknya.

##### Pengujian Multicolinearity dan Singularity

Untuk melihat apakah terdapat *multicolinearitas* dan *singularity* dalam sebuah kombinasi variabel, peneliti perlu mengamati *determinant matrix covariance*. Determinan yang benar-benar kecil mengindikasikan adanya multikolinearitas. Pada model penelitian yang digunakan, nilai determinan matrik kovarians yang diperoleh dari hasil perhitungan AMOS adalah 1.141E+06. Nilai tersebut sangat menjauhi nilai nol, sehingga model penelitian dinyatakan terbebas dari permasalahan *multicolinearitas* dan *singularity*.

##### Pengujian Kesesuaian Model

Sebelum menganalisa hipotesa yang diajukan, terlebih dahulu dilakukan pengujian kesesuaian model (*goodness-of-fit model*). Hasil di bawah ini :

**Tabel 2**  
Pengukuran Tingkat Kesesuaian (*goodness-of-fit*)

Pengukuran <i>Goodness-of-fit</i>	Batas Penerimaan Yang Disarankan	Nilai
<i>Chi-square</i>	semakin rendah	34,642
<i>p-value</i>	> 0,05	0,001
GFI	> 0,90	0,953
RMSEA	< 0,08	0,125
NFI	> 0,90	0,924
AGFI	> 0,90	0,717
CFI	> 0,90	0,945
<i>Normed chi-square</i>	Batas bawah : 1,0 Batas atas : 2,0 ; 3,0 atau 5,0	2,665

Dari tabel tersebut diketahui bahwa nilai *chi-square* sebagai syarat utama pada uji kesesuaian model sebesar 34,642 dengan *p-value* 0,001. Sehingga uji kesesuaian model dengan melihat nilai *chi-square* kurang dapat terpenuhi. Untuk itu, hasil uji kesesuaian model dapat diamati melalui kriteria *absolute fit measure* lainnya, seperti GFI = 0,953 telah memenuhi kriteria yang disarankan. Demikian pula hasil uji kesesuaian yang ditinjau melalui kriteria *incremental fit measures* seperti NFI dan CFI juga telah memenuhi kriteria yang disarankan. Pada kriteria *parsimonious fit measures* sebesar 2,665 berada diantara batas bawah 1,0 dan batas atas 3,0.

## Pengujian Hipotesa

**Tabel 3:** Hasil Pengujian Hipotesa

Path Analisis	Std. Estimate	C.R. (t-value)	p-value	Kesimpulan
Ha1 : Asimetri → Disclosure	-0,206	-2,113	0,035	negatif, signifikan
Ha2 : ML → Disclosure	-0,147	-1,535	0,125	positif, tidak signifikan
Ha3 : Disclosure → COC	0,041	1,154	0,248	positif, tidak signifikan
Ha4 : Asimetri → COC	0,074	2,033	0,042	positif, signifikan
Ha5 : ML → COC	0,084	2,311	0,021	positif, signifikan

Hasil pengujian  $H_{a1}$  diketahui  $p$ -value  $0,035 < \alpha 0,05$ , maka  $H_{a1}$  dapat didukung. Nilai koefisien regresi sebesar  $-0,206$  menunjukkan pengaruh negatif. Artinya jika asimetri informasi naik sebesar 1 satuan maka indeks pengungkapan (*disclosure*) akan mengalami penurunan sebesar  $0,206$ .

Hasil pengujian  $H_{a2}$  diketahui  $p$ -value  $0,125 > \alpha 0,05$ , maka  $H_{a2}$  tidak dapat didukung. Nilai koefisien regresi sebesar  $-0,147$  menunjukkan pengaruh negatif. Artinya jika manajemen laba naik sebesar 1 satuan maka indeks pengungkapan (*disclosure*) akan mengalami penurunan sebesar  $0,147$ .

Hasil pengujian  $H_{a3}$  diketahui  $p$ -value  $0,248 > \alpha 0,05$ , maka  $H_{a3}$  tidak dapat didukung. Nilai koefisien regresi sebesar  $0,041$  menunjukkan

pengaruh positif. Artinya jika indeks pengungkapan naik sebesar 1 satuan maka *cost of equity* mengalami peningkatan  $0,041$

Hasil pengujian  $H_{a4}$  diketahui  $p$ -value  $0,042 < \alpha 0,05$ , maka  $H_{a4}$  dapat didukung. Nilai koefisien regresi sebesar  $0,074$  menunjukkan pengaruh positif. Artinya jika asimetri informasi naik sebesar 1 satuan maka *cost of equity* mengalami peningkatan sebesar  $0,074$ .

Hasil pengujian  $H_{a5}$  diketahui  $p$ -value  $0,021 < \alpha 0,05$ , maka  $H_{a5}$  dapat didukung. Nilai koefisien regresi sebesar  $0,084$  menunjukkan positif. Artinya jika manajemen laba naik sebesar 1 satuan maka *cost of equity* akan mengalami peningkatan sebesar  $0,084$ .

**Tabel 4:** Hasil Pengujian Variabel Control

Path	Std. Estimate	C.R. (t-value)	p-value	Kesimpulan
Size → Discl	0.201	2.086	0.037	positif, signifikan
Return → Discl	0.001	0.011	0.991	positif, tidak signifikan
KP → Discl	0.014	0.139	0.889	positif, tidak signifikan
Size → COC	-0.004	-0.105	0.916	negatif, tidak signifikan
Beta → COC	-0.898	-25.225	0.000	negatif, signifikan
Audit → COC	-0.455	-1.481	0.021	negatif, signifikan

Pada model penelitian yang diajukan ini, terdapat 6 variabel kontrol. Hasil pengujian yang ditunjukkan pada tabel diatas, diketahui terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *size* terhadap *disclosure* ( $p$ -value  $0,037 < \alpha 0,05$ ) dan pengaruh negatif antara *beta* terhadap *cost of capital*

( $p$ -value  $0,000 < \alpha 0,05$ ) serta pengaruh negatif kualitas audit terhadap *cost of capital* ( $p$ -value  $0,021 < \alpha 0,05$ ). Sementara itu untuk analisa jalur lainnya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan karena  $p$ -value  $> \alpha 0,05$ . Hasil pengujian juga mendukung secara teoritis (uji arah).



## V. SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI

### Simpulan

Berdasarkan pengujian hipotesa yang dilakukan maka kesimpulan penelitian ini adalah:

1. Pada persamaan kesatu digunakan untuk menguji hipotesa satu dan dua. Adapun hasil penelitian menunjukkan bahwa asimetri informasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *disclosure*. Sedangkan manajemen laba memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *disclosure*. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat manajemen laba di Indonesia yang relatif tinggi seperti yang diungkapkan Leuz *et al.*, (2003) telah diantisipasi dengan cermat oleh investor di Bursa Efek Indonesia.
2. Pada persamaan kedua *disclosure* memiliki arah yang sesuai dengan penelitian Botosan (1997) yaitu semakin besar tingkat pengungkapan, semakin rendah *cost of capital*. Atau sebaliknya laporan tahunan yang mempunyai indeks *disclosure* rendah akan berdampak semakin tinggi *cost of capital*. Artinya perusahaan masih belum mentaati seluruh ketentuan yang ada dalam Standar Akuntansi Keuangan dan peraturan dari Bapepam. Namun hubungan dua variabel tersebut tidak signifikan.
3. Pada persamaan ketiga dimana *cost of capital* diukur dengan menggunakan model CAPM yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara asimetri informasi dan manajemen laba terhadap *cost of capital*.
4. Pengujian variabel kontrol menunjukkan terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *size* terhadap *disclosure* dan pengaruh negatif antara beta terhadap *cost of capital* serta pengaruh negatif kualitas audit terhadap *cost of capital*. Untuk variabel kontrol lainnya tidak dapat dibuktikan memiliki pengaruh yang signifikan.

### Keterbatasan

Dalam penelitian yang dilakukan ini masih terdapat banyak kelemahan dan keterbatasan, yaitu antara lain :

1. Seperti halnya penelitian terdahulu, keterbatasan utama penelitian ini adalah adanya unsur subjektivitas dalam mengukur kualitas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan. Kualitas pengungkapan sukarela dinilai oleh peneliti berdasarkan interpretasi terhadap kandungan informasi laporan tahunan perusahaan sampel.

Hal tersebut memungkinkan terjadinya perbedaan penilaian antar perusahaan karena kondisi subjektif peneliti.

2. *Cost of capital* diprosikan dengan menggunakan CAPM model yang mengandung beberapa kelemahan dan sebagaimana yang dikemukakan oleh Botosan (1997) bahwa CAPM kurang tepat digunakan sebagai proksi *cost of capital* mengingat ia tidak mencerminkan keterkaitannya dengan *disclosure* yang dilakukan oleh perusahaan sebagaimana yang ingin diuji dalam penelitian ini.
3. Pemilihan model yang digunakan untuk mengestimasi *discretionary accruals* mengikuti modifikasi Jones model yang dibuat oleh Dechow, Sloan & Sweeney (1995). Jadi tidak dilakukan pengujian terlebih dahulu model mana yang paling tepat untuk kondisi pasar modal Indonesia.
4. Penelitian ini menggunakan *market spread* sebagai proksi asimetri informasi, sedangkan menurut Bartov dan Bodnar (1996) *spread* memiliki beberapa kelemahan untuk dijadikan sebagai proksi asimetri informasi.

### Implikasi

1. Penelitian berikutnya perlu mempertimbangkan penggunaan *mean* skor pengungkapan sukarela dalam pengukuran kualitas pengungkapan. *Mean* skor pengungkapan sukarela dapat diperoleh dengan cara melibatkan beberapa peneliti dalam menilai laporan tahunan. Penggunaan *mean* skor akan mengurangi masalah subjektivitas dalam penilaian kualitas pengungkapan yang hanya dilakukan oleh seorang peneliti.
2. Botosan (1997) menyarankan pemakaian model *residual income valuation* (Edward Bell Ohlson, 1995) sebagai proksi *cost of capital*. Penggunaan model ini akan lebih representatif untuk melihat hubungan antara *disclosure* dengan *cost of capital*.
3. Menggunakan alternatif pengukuran manajemen laba selain modifikasi Jones Model yaitu model Kasznik (1999), Dechow (2002), Kothari (2005).
4. Riset lebih lanjut perlu dilakukan guna menguji konsistensi hasil dengan mengganti proksi asimetri informasi dengan *dealer spread*. Mengingat *market spread* umumnya lebih kecil daripada

## DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Y. dan Mendelson, H. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 223-249.
- Bartov, E., and Bodnar, G. 1996. Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry and Liquidity: Theory and Evidence. *Accounting Review* 71, Juli. 397-418.
- Becker, C. L., Defond, L. Jiambalvo, J. and Subramanyam, K. R.. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15: 1-24.
- Botosan, C.A. 1997. Disclosure Level and The Cost of Equity Capital. <http://www.adiepartners.com>
- Buzby, S. 1975. Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure. *Journal of Accounting Research (Spring)*, pp. 16-37.
- Chow, C., dan Wong-Bore, A.. 1987. Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations. *The Accounting Review*, July, pp. 533-541.
- Clarkson, P., Giedes, J., dan R. Thompson. 1996. On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Maret, 69-84.
- Coles, J., Loewenstein U., dan Suay J. 1995. On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, 347-364.
- Cooke, T. E. 1992. The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporation. *Accounting and Business Research*, 22, Summer, pp. 229-237.
- Craswell, A.T., Francis, J.R. and Taylor, S.L. 1995. Auditor Brand Name Reputation and Industry Specialization. *Journal of Accounting and Economics* 20: 297-322.
- Dechow, P. M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney. 1995. Detecting earnings Management. *The Accounting Review* 70, 193-225.
- Dechow, P. M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney. 1996. Cause and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firm Subject to Enforcement Actions by SEC. *Contemporary Accounting Research*, Vol 13, No. 1, Hal 1-36.
- \_\_\_\_\_, S. Richardson, and A.I. Tuna (2002), "Earnings Management and Costs to Investors from Firms Meeting or Slightly Exceeding Benchmarks", *Working Paper*, University of Michigan.
- Diamond, D., dan Robert E. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, September, 1325-1359.
- Dunn, Kimberly A., Brian W. Maybey dan Suzzanna G. Morefield. 2000. Auditor Industry Specialization and Client Disclosure Quality. *Social Science Research Network*: 1-39.
- Elliot, R. G. and Peter D. Jacobson. 1994. Cost and Benefit of Business Information Disclosure. *Accounting Horizon*, Vol 8, December, pp. 80-96.
- Fitriany. 2001. Signifikansi Perbedaan Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Wajib dan Sukarela pada Laporan Keuangan Perusahaan Publik yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Makalah Simposium Nasional Akuntansi IV. Bandung: Universitas Padjajaran dan Ikatan Akuntan Indonesia, pp. 133-154.
- Frankel, R R., McNichols, M., and Wilson, G.P. 1995. Discretionary Disclosure and External Financing. *The Accounting Review*, January, hal 135-150.
- Glosten, L., dan Milgrom, P.. 1985. Bid Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogenously Informed Traders. *Journal of Financial Economics*, pp. 71-100.
- Glosten, L.R., dan Harris, L.. 1988. Estimating the Component of the Bid Ask Spread. *Journal of Financial Economics* 21, h. 123-142.
- Gonedes, N. J. 1980. Public Disclosure Rules, Private Information-Production Decisions, and Capital Market Equilibrium. *Journal of Accounting Research* 18, Autumn, pp. 441-476.

- Gulo, Yamotuh. 2000. Analisis Efek Luas Pengungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan Terhadap Cost of Equity Capital Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 2, No. 1, April, Hal:45-62.
- Hair, Jr., J. F., Anderson, R. E. Tatham, R. L., and Black, W. C. 1995. *Multivariate Data Analysis with Readings*. Third Edition. New York, NY. McMillan Publishing Co.
- Hartono, J. 1999. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Healy, P.M., and Wahlen, J.M. 1998. A Review of Earning Management Literature and Implication for Standard Setting. Working Paper.
- Hribar, P., dan Collins, D.W., 2002, Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134
- Jensen, M.C and Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn): 193-228.
- Kasznik, R, 1999, On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting and Research*, 37, 57-81.
- Kim, O., dan Verrecchia, R. 1994. Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics* 17, Januari, pp. 41-67.
- Komalasari, P.T, dan Baridwan, Z. 2001. Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol 4, No. 1, Januari, hal:64-81.
- Kothari, S.P., Leone, A.J, and Wasley, C.E. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- Lee, C. 1993. Market Fragmentation and Price Execution in NYSE-Listed Securities. *Journal of Finance* 48,1009-1038.
- Leuz, N.C., and Wysocki, P.D. 2003. Earnings Management and Investor Protection: an International Comparison. *Journal of Accounting Research* Vol.33, No.2:353-367.
- Lobo, G.J. dan Zhou, J. 2001. Disclosure Quality and Earnings Management. Social Science Research Network Electronic Paper Collection.
- Meek, G.K., Claire, B.R, dan Sidney J.G. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Reports Disclosure by US, UK, and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, Third Quarter, pp. 555-572.
- Murni, S.A. 2004. Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela dan Asimetri Informasi Terhadap Cost of Equity Capital pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol 7, No. 2, Mei, Hal:192-206.
- Nurtiana, N. 2006. Pengaruh Pengungkapan dan Informasi Asimetri Terhadap Cost of Capital. Skripsi Akuntansi, Universitas Trisakti.
- Ohlson, J.1995. Earning, Book Value and Devidens in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Vol 11, hal 661-687.
- Rahmawati, J.S., 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.
- Richardson, V.J. 1998. Information Asymetri and Earning Management some Evidence. Working Paper
- Ross. 1998. *Fundamentals of Corporate Finance* (fourth edition). Singapore : McGraw. Hill. Irwin (International Edition).
- Singhvi, S., dan Desai, H. 1993. An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, January, pp. 129-138.
- Scott, W.R. 2003. *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall.

- Stoll, H. 1989. "The Pricing of Security Dealer Services: an Empirical Study of NASDAQ Stocks. *Journal of Finance* 33, September, 1153-1172.
- Stolowy, H., and Breton, G. 2000. A Framework for The Clasification of Account Manipulations. Working Paper, SSRN.
- Utami, Wiwik. 2005. Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas (Studi Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur). *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, pp 100.
- Veronica, S. dan Yanifi, B.S. 2003. Hubungan Antara Manajemen Laba Dengan Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- Verrecchia, R. 1982. The Use of Mathematical Models in Financial Accounting. *Journal of Accounting Research*, pp. 1-42.
- Widyaningdyah, A.U. 2001. Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Earnings Management Pada Perusahaan Go Publik Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, November Vol. 3 No. 2.
- Wondabio, L.S. Pengungkapan Non Financial Measures: Penilaian Value Relevance Bagi Investor dan Pengaruhnya Terhadap Cost Of Equity dan Performance Bagi Perusahaan Publik. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 4, no 1 (Juni 2007): 47-76.