

Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap *Cost of Capital**

AIDA AINUL MARDIYAH**

STIE Malangkuçewara

This study intends to identify the interactive effect of asymmetry information and disclosure on cost of capital. Data is selected using stratified random sampling. The analysis units are 72 companies registered on the Jakarta Stock Exchange in 1996. The data collection is performed using archival. The statistic method used to test the hypotheses, are multiple regression, multiplicative model and nonmonotonic effect. In addition, an analytical method of utilizing partial derivative to test the contingency relationship as advocated by Waterhouse dan Tiessen (1978); Schoonhoven (1978); Govindarajan (1986); Chia (1995); Fisher (1996); Botosan (1997), Nazaruddin (1998), and Mardiyah and Gudono (2001) is also used.

The study results are as follows: first, The results provide support for the hypothesis that asymmetry information and disclosure have an interactive effect on cost of capital. More specifically, the results show that disclosure significantly moderates the relationship between asymmetry information and cost of capital. The greater the degree of disclosure, the stronger the effect of low asymmetry information on low cost of capital. Second, there are no differences among the available industries (i.e., service, manufacturing, and trading industries).

Keywords: Assymetry information, Disclosure, Cost of capital, Non monotonic, and Bid ask spread theory.

* Artikel ini memperoleh *Excellent Research Award* pada Simposium Nasional Akuntansi (SNA) 2001 pada tanggal 30-31 Agustus 2001 di Universitas Padjajaran Bandung yang diselenggarakan oleh Departemen Akuntan Pendidik-Ikatan Akuntan Indonesia.

** Riset empiris ini merupakan tugas peneliti dalam menempuh kuliah *Independent Study* di Program Doktor IE UGM Yogyakarta. Ucapan terima kasih saya sampaikan kepada Prof. Dr. Zaki Baridwan, Msc yang telah memberikan bimbingan dan kontribusi dalam penyusunan riset ini.

1. Pendahuluan

Disclosure dalam laporan tahunan merupakan sumber informasi untuk pengambilan putusan investasi (Chang, Most, dan Brain, 1983). Keputusan investasi sangat tergantung dari mutu dan luas *disclosure* yang disajikan dalam laporan tahunan. Mutu dan luas *disclosure* laporan tahunan masing-masing perusahaan sangat berbeda. Perbedaan ini terjadi karena karakteristik dan filosofi manajemen masing-masing perusahaan juga berbeda.

Beberapa penelitian kualitas *disclosure* berkaitan dengan jumlah pemegang saham (Cerf, 1961 dalam Susanto (1992); Susanto, 1992); besar atau kecilnya perusahaan (Copeland dan Fredericks, 1968 dalam Susanto (1992); Singhvi dan Desai, 1971; Susanto, 1992); harga saham (Copeland dan Fredericks, 1968 dalam Susanto (1992); profitabilitas dan kantor akuntan yang mengaudit (Singhvi dan Desai, 1971; Susanto, 1992); dan jenis industri (Stanga, 1978).

Efek *disclosure* terhadap *cost of capital* (COC) merupakan masalah yang menarik untuk diteliti. Ada dua aliran yang saling kontradiksi yaitu: Aliran pertama yang memberikan dukungan positif secara teoritis bahwa ada hubungan negatif antara tingkat *disclosure* dengan COC artinya peningkatan *disclosure* akan meningkatkan likuiditas harga pasar sehingga akan mengurangi COC (Demsetz (1968) dalam Copeland dan Galai (1983) dan Verrecchia (1991) dalam Botosan (1997),

Aliran kedua yang menyatakan ada hubungan positif yaitu penelitian Klein dan Bawa (1976) dalam Botosan (1997), Barry dan Brown (1985), Coles dan Loewenstein (1988) dalam Botosan (1997), Handa dan Linn (1993), Coles *et al.* (1995), serta Clarkson *et al.* (1996) yang menyarankan bahwa peningkatan *disclosure* akan mengurangi estimasi risiko sehingga *return* aset meningkat.

1.1. Motivasi dan Tujuan Penelitian

Ketidakkonsistenan hasil antara dua aliran di atas memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian ini dengan membuat interaksi antara informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital*. Penelitian yang meneliti ada hubungan antara informasi asimetri dengan *disclosure* yaitu Verrecchia (1982), Lev (1989), Raman dan Tripathy (1993), Brooks (1994), Greenstein dan Sami (1994), Krinsky dan Lee (1996), Lee *et al.* dalam Callahan *et al.* (1997), serta Bloomfield *et al.* (2000).

Penelitian yang meneliti hubungan antara *disclosure* dengan *cost of capital* yaitu Coles *et al.* (1995), Clarkson *et al.* (1996), Handa dan Linn (1996), serta Botosan (1997). Penelitian yang meneliti hubungan informasi asimetri dengan *cost of capital* adalah Amihud dan Mendelson (1986), Diamond dan Verrecchia (1991), Handa dan Linn (1993), serta Komalasari dan Baridwan (2001). Penelitian sekarang menguji pengaruh informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital*. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui pengaruh antara interaksi informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital*.

1.2. Rumusan Masalah

Penelitian ini meneliti apakah ada pengaruh antara interaksi informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital*?

1.3. Kontribusi Penelitian

Ada beberapa kontribusi yang diharapkan diperoleh dari penelitian ini yaitu:

- 1). Untuk memperkuat penelitian sebelumnya berkenaan dengan adanya hubungan antara informasi asimetri dengan *cost of capital*.

- 2). Untuk memperjelas faktor kontijensi yang mempengaruhi hubungan informasi asimetri dengan *cost of capital*. Faktor kontijensi yang dibahas dalam penelitian adalah *disclosure*.
- 3). Hasil penelitian diharapkan bermanfaat bagi: a) Emiten dan Calon Emiten: Pengetahuan mengenai *minimum disclosure* agar informasi-informasi yang disajikan dalam laporan tahunannya berguna bagi analis sekuritas dan investor dalam rangka pengambilan keputusan investasi atau divestasi; b) BAPEPAM dan Komite Penyusun SAK: Membantu regulator dalam mengevaluasi regulasi-regulasi dan standar akuntansi yang telah dikeluarkan. Hasil evaluasi tersebut dapat dijadikan acuan dalam mengeluarkan regulasi-regulasi dan atau standar akuntansi di masa yang akan datang; c) Investor dan Manajer Portofolio: Memberikan masukan dalam rangka pengambilan keputusan investasi atau divestasi atas saham-saham yang tercatat dan diperdagangkan di bursa; d) Profesi akuntansi (akuntan publik dan akuntan manajemen): Menyajikan informasi-informasi yang perlu diungkap dalam laporan tahunan dalam membantu menciptakan pasar modal yang efisien.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Teori *Bid-Ask Spread*

Eisenhardt, 1989 menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: 1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self-interest*); 2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa datang (*bounded-rationality*); dan 3) manusia selalu menghindari risiko (*risk-averse*). Masalah keagenan dihadapi pula oleh partisipan pasar modal. Salah satu partisipan pasar modal adalah *dealer* atau *market-makers*. Ketidakpastian yang dihadapi *dealer* disebabkan karena adanya ketidakseimbangan informasi (*information-asymmetry*). Untuk mengurangi ketidakpastian tersebut, *dealer* membutuhkan informasi. Untuk mendapatkan informasi dibutuhkan kos. Besarnya ketidakseimbangan informasi yang dihadapi *dealer* akan tercermin pada *spread* yang ditentukannya. *Dealer* selalu berusaha menentukan *spread* secara wajar dengan memperhatikan kejadian tertentu atau kondisi atau informasi apa saja yang memberikan sinyal mengenai surat berharga yang dimilikinya.

Di *New York Stock Exchange* (NYSE) ada pihak yang melaksanakan kegiatan sebagai *floor brokers*, *two-dollars brokers*, *bond brokers*, *competitive traders*, *competitive market makers* (*dealers*), atau *specialist* (Dalton, 1993). *Floor brokers*, *two dollars brokers*, dan *bond brokers* lebih melaksanakan aktivitasnya untuk mendapatkan komisi. Sedangkan *competitive traders*, *competitive market makers*, dan *specialist* melaksanakan kegiatan jual-beli efek untuk memperoleh *capital gain*. *Specialist* melaksanakan pembelian dan penjualan saham untuk mengontrol aktivitas perdagangan sehingga aktivitas di pasar efek tetap berjalan wajar. *Competitive-traders* dan *competitive-market makers* selain bertindak melakukan aktivitas jual beli juga bertindak sebagai *broker* untuk mendapatkan komisi. Dengan demikian, *competitive trader* atau *competitive market makers* dapat bertindak sebagai *dealer* dan dapat bertindak sebagai *broker* di NYSE. Bursa Efek Jakarta (BEJ) serupa dengan NYSE, maka penelitian yang berhubungan dengan *spread* sebaiknya menggunakan *market-spread*.

Studi empiris mengenai perilaku pasar saham beserta pelakunya telah banyak diteliti dengan tujuan dan kepentingan yang berbeda. Salah satu obyek perilaku pasar saham yang telah banyak diteliti adalah perilaku *bid-ask spread* harga saham, khususnya penyebab dan faktor yang mempengaruhi perubahan *bid-ask spread* harga saham.

Bid-ask spread merupakan selisih harga beli tertinggi dengan harga jual terendah saham *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. Biaya pemilikan menunjukkan *trade-off* antara memiliki terlalu banyak saham dan memiliki terlalu sedikit saham. Atas biaya pemilikan saham tersebut akan menimbulkan *opportunity costs*. Biaya pemrosesan pesanan meliputi biaya administrasi, pelaporan, proses komputer, telepon, dan lainnya. Sedangkan biaya informasi asimetri lahir karena adanya dua pihak *trader* yang tidak sama dalam memiliki dan mengakses informasi. Pihak pertama adalah *informed trader* yang memiliki informasi superior dan pihak lain yaitu *uninformed trader* yang tidak memiliki informasi. Ketidakseimbangan informasi tersebut menyebabkan munculnya perilaku *adverse selection* dan *moral hazard* dalam perdagangan saham antar *trader*. Jika kedua belah pihak bertransaksi, maka *uninformed trader* menghadapi risiko rugi jika bertransaksi dengan *informed trader*. Upaya mengurangi risiko rugi tersebut tercermin dalam *bid-ask spread*.

Dari ke tiga biaya yang melahirkan *bid-ask spread* tersebut, biaya pemrosesan pesanan merupakan penyebab yang paling jelas dan dapat diobservasi secara langsung. Sedangkan dua biaya lainnya, yaitu biaya pemilikan dan informasi asimetri kurang dapat diobservasi secara langsung, sehingga memerlukan proksi untuk mengukurnya. Oleh karena itu ke dua biaya tersebut lebih menarik dan lebih menantang untuk diteliti pengaruhnya terhadap *bid-ask spread* oleh para peneliti (Halim dan Hidayat, 2000).

Teori *bid-ask spread* tentang (1) pemilikan saham (*inventory holding*), (2) pemrosesan pesanan (*order processing*), dan (3) informasi asimetri diuji secara empiris oleh beberapa peneliti berikut. Penelitian lain yang berhubungan dengan *bid-ask spread* pernah dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) (Venkatesh dan Chiang, 1986; Chiang dan Venkatesh, 1988; Brooks, 1994; Greenstein dan Sami, 1994) dan di pasar Over-The-Counter (OTC) (Stoll, 1978, 1989; Howe dan Lin, 1992). Selain itu pernah dilakukan di Chicago Board Options Exchange (CBEO) (Choi, Salendro, dan Shastri, 1988 dalam Greenstein dan Sami, 1994). Pada umumnya, penelitian-penelitian empirik yang berhubungan dengan *spread* kurang menjelaskan alasan mereka melakukan penelitian di NYSE atau Pasar OTC atau CBEO. Penjelasan ini penting, sebab berhubungan dengan tipe *spread* yang digunakan dalam pengujian informasi asimetri. Para peneliti kurang menjelaskan dan membedakan *dealer-spread* dengan *market-spread* (Hamilton, 1991). Pada hakekatnya penelitian terhadap informasi asimetri berhubungan erat dengan *dealer-spread* (Stoll, 1978 dan Hamilton, 1991). Namun, jika suatu penelitian dilakukan di NYSE, maka data *spread* yang dipergunakan adalah *market-spread*. Sebaliknya, jika penelitian tersebut dilaksanakan di pasar OTC, maka *spread* yang dipakai adalah *dealer-spread*.

Hasil penelitian secara detail disajikan berikut ini. 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*. Model ini diestimasi dengan menggunakan harga transaksi kemudian dianalisa dengan regresi *cross-sectional*. Data untuk estimasi berasal dari catatan *time-recorded* untuk setiap transaksi saham umum dari NYSE selama periode 14 bulan yang dimulai sejak tanggal 1 Desember 1983. Hasilnya mengindikasikan bahwa *spread* ditentukan oleh pembuat pasar dengan memperoleh informasi yang lebih baik dibanding pembuat keputusan. Glosten dan Harris (1988) menemukan bukti bahwa perubahan *spread* saham biasa dalam jumlah yang signifikan diakibatkan oleh informasi asimetri. Dengan demikian, *spread* dapat dipergunakan sebagai proksi ketidakseimbangan informasi yang dihadapi partisipan pasar modal.

Chiang dan Venkatesh (1988) melakukan penelitian untuk menguji pemilikan saham oleh pihak-pihak di dalam perusahaan dan investor institusi. Pemilikan saham oleh pihak-pihak di dalam

usaha merupakan proksi informasi asimetri. Penelitian ini mengangkat isu mengenai hubungan antara *spread* dengan informasi asimetri. Kedua peneliti menggunakan 251 data harian yang diperoleh dari *Moody's Handbook of Common Stocks*. *Spread* dihitung dengan menggunakan harga penutupan perdagangan sejak 1 Januari 1973 sampai dengan 31 Desember 1973. Data diklasifikasi menjadi dua kelompok, yaitu: data pemilikan saham oleh pihak di dalam perusahaan dan pemilikan saham oleh pihak di luar perusahaan. Isu yang diteliti dalam penelitian ini adalah menguji, (a) hubungan antara *spread* dengan pemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan, (b) apakah ukuran perusahaan mempengaruhi keefektifan *insider holdings* (IH) sebagai proksi informasi asimetri, dan (c) hubungan antara *spread* dengan pemilikan saham oleh institusi. Variabel yang dipergunakan adalah volume perdagangan dan variabilitas harga. Metode statistik yang dipergunakan adalah model regresi berganda. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pemilikan saham oleh pihak di dalam perusahaan berhubungan signifikan dan positif dengan *spread*, sedangkan pemilikan saham oleh institusi menghasilkan koefisien yang tidak signifikan. Dengan perkataan lain, institusi tidak dipandang sebagai pedagang berinformasi.

Hamilton (1991) menyatakan bahwa ada dua model *spread*, yaitu: *dealer-spread* dan *market-spread*. Sesuai dengan tujuan penelitian Hamilton adalah untuk menunjukkan bahwa ada perbedaan antara *dealer-spread* dan *market-spread*. Hamilton menggunakan lima variabel yang berhubungan dengan kos: manfaat informasi, kompetisi antar *dealer* (harga dan ketidakstabilan harga), volume perdagangan, jumlah investasi institusi keuangan, dan jumlah *dealer*. Data diperoleh dari *Standar Poor's Monthly Stock Price Record: Over-the-Counter* (Juli-September 1980). Ada dua pertanyaan yang ingin dijawab oleh Hamilton. Pertama, apakah faktor-faktor penentu kos kesegeraan akan memberikan hasil yang bias, jika menggunakan *dealer-spread*? Kedua, apakah faktor-faktor penentu kos *dealer* dan kompetisi antar *dealer* akan memberikan hasil yang bias, jika menggunakan *market-spread*. Rerata *market-spread* saham 53,2 sen, sedangkan rerata *dealer-spread* adalah 84,2 sen. Hasil uji beda dua rerata tersebut secara statistik signifikan pada level satu persen.

Hasil terpenting dari penelitian Hamilton (1991), bahwa kos kesegeraan (*cost of immediacy*) akan bias jika *spread* diukur sebagai *dealer-spread*. Sebaliknya, kompetisi dan kos *market-making* akan bias jika *spread* diukur sebagai *market-spread*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien elastisitas yang berbeda artinya hubungan antara masing-masing variabel dengan *spread* juga berbeda. Misal, untuk variabel variasi harga (V) secara statistik signifikan mempengaruhi *dealer-spread*, namun tidak berpengaruh terhadap *market-spread*. Jika saham tertentu di pasar NASDAQ dimiliki oleh lebih dari satu institusi keuangan, maka akan menurunkan 21 persen *dealer-spread* dan 29 persen *market-spread*. Untuk saham-saham NASDAQ, pemilikan saham oleh lebih dari dua *dealer* akan menurunkan *dealer-spread* sekitar 2 persen dan akan menurunkan kos kesegeraan (*market-spread*) bagi investor sekitar 12 persen. Hasil ini, menunjukkan bahwa pengaruh berbagai variabel penjelas berbeda jika *spread* diukur sebagai *dealer-spread* atau *market-spread* atau dengan kata lain kedua tipe *spread* tersebut tidak dapat saling menggantikan.

Penelitian McNish dan Wood (1992) menguji perilaku *intraday* dan penentuan *time-weight* persentase *bid-ask spread* selama enam bulan pada tahun 1989. Plot *spread* dilakukan dari menit ke menit dengan pola *J-shaped*. Dengan mendasarkan penelitian Schwartz (1988) dalam McNish dan Wood (1992) ada empat penentuan *spread* yaitu: 1) aktivitas; 2) risiko; 3) informasi; dan 4) kompetisi. Model yang digunakan adalah regresi linear. Hasil penelitian ini adalah: 1) Ada hubungan antara faktor dan *spread intraday* yang ditunjukkan dengan variabel *dummy*. Nilai aktivitas, risiko, informasi, dan pengukuran kompetisi ditunjukkan dengan *spread* lebih tinggi di awal dan akhir periode interior.

Penelitian Laux (1993) melihat hubungan antara karakteristik *size* perdagangan dengan *bid-ask spread* di NASDAQ. Dengan menggunakan data *cross-sectional* untuk menguji hubungan

variasi *spread* dengan volume, volatilitas, dan harga saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *order-processing costs* (harga) berhubungan negatif dengan efek persediaan, kapitalisasi, tetapi berhubungan positif dengan volume perdagangan. Kesimpulannya efek persediaan berhubungan dengan informasi asimetri ketika harga saham atau kapitalisasi lebih rendah.

Penelitian Affleck-Graves *et al.*, (1994) membandingkan besarnya komponen *bid-ask spread* di *New York Stock Exchange* (NYSE), *American Stock Exchange* (AMEX), *National Association of Securities Dealer Automated Quotations* (NASDAQ), dan *National Market System* (NMS). Hasilnya menunjukkan komponen *order-processing cost* lebih kecil di sistem perdagangan NYSE-AMEX dan komponen *adverse selection* lebih besar di sistem perdagangan NASDAQ-NMS. Di samping itu komponen *inventory holding* lebih besar di sistem perdagangan NYSE-AMEX di banding sistem NASDAQ-NMS. Perbedaan itu dimungkinkan adanya perbedaan karakteristik antara bursa tersebut.

Greenstein dan Sami (1994) meneliti dan menemukan bahwa kewajiban dari SEC mengenai *disclosure* segmentasi perusahaan publik di pasar saham di Amerika Serikat telah menurunkan informasi asimetri yang ditunjukkan dengan mengecilnya *bid-ask spread* saham perusahaan tersebut. *Dealer* berinteraksi dengan dua tipe pedagang saham, yaitu pedagang saham berinformasi dan pedagang saham dengan sedikit atau tanpa informasi (*liquidity traders*). *Dealer* berharap dapat merealisasi keuntungan jika melakukan perdagangan dengan pedagang likuid, sebab *dealer* memiliki informasi lebih dibandingkan dengan pedagang likuid. Sebaliknya, *dealer* berharap merugi jika berdagang saham dengan pedagang berinformasi. Perdagangan saham dengan pedagang atau investor berinformasi akan menaikkan kos transaksi bagi *dealer*. Untuk menutupi kos yang akan terjadi, *dealer* akan memperbesar *bid-ask spread* (Greenstein dan Sami, 1994). Dengan demikian, informasi asimetri yang dihadapi *dealer* akan memperbesar *spread* atau dengan kata lain, ada hubungan positif antara informasi asimetri dengan besarnya *bid-ask spread*. Forjan dan McCormy (1995) meneliti dan menemukan bahwa berkurangnya informasi asimetri karena pengumuman *stock split* mengakibatkan *bid-ask spread* mengecil.

Perilaku *bid-ask spread* yang diuji dalam penelitian Chan *et al.*, (1995) adalah *options* yang diperdagangkan di *New York Stock Exchange* (NYSE). Hasil penelitian ini mengkonfirmasi bahwa saham dengan pola *spread* dengan bentuk *U-shaped* dan *options* sangat berbeda dengan pola *intraday* pengurangan sangat dratis saat dibuka dan *level off*. Implikasi penelitian ini bahwa tingkat kompetisi dalam pasar berkaitan dengan *trading* yang lebih informatif untuk memahami perilaku *spread intraday*.

Penelitian Krinsky *et al.*, (1996) menyelidiki perilaku komponen *bid-ask spread* sepanjang pengumuman *earnings*. Hasilnya menunjukkan komponen kos *adverse selection* secara signifikan meningkat sekitar pengumuman tersebut sedangkan komponen *order processing* secara signifikan menurun selama perioda yang sama. Hasilnya menyarankan bahwa perubahan total *bid-ask spread* tergantung perubahan ketiga komponen tersebut. Komponen *inventory holding cost* dan *order processing cost* sepanjang pengumuman *earnings* berkurang dan tidak signifikan berdampak pada total *bid-ask spread* sedangkan hasil informasi asimetri meningkat.

Penelitian Callahan *et al.*, (1997) mencoba untuk melihat hubungan antara informasi akuntansi dengan *bid-ask spread* dengan menggunakan metoda survai. *Bid-ask spread* merupakan kos transaksi dalam pasar modal. Ada tiga transaksi kos yang berkaitan dengan kos *dealer* yaitu: 1) *order processing*; 2) *inventory holding cost*; dan 3) *adverse selection costs*. Komponen *adverse selection* merefleksikan tingkat risiko informasi asimetri yang dipersepsikan *dealer*.

Penelitian Draper dan Paudyal (1997) menguji perilaku musiman *bid-ask spread*. Hasilnya menunjukkan ada hubungan perilaku musiman *bid-ask spread* dengan volume perdagangan, jumlah *traders*, dan ukuran rata-rata *order flow*.

Giri (1998) meneliti hubungan pengumuman dividen perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan perubahan *bid-ask spread* saham. Penelitian Giri (1998) berhubungan dengan *dealer* (PPE/Perantara Pedagang Efek) dan bukan dengan *broker*. Alasannya, *dealer* melakukan transaksi pembelian dan penjualan saham untuk dirinya sendiri. Harga permintaan beli (*bid-price*) atau penawaran jual (*ask-price*) merupakan fungsi dari kos dan informasi yang dimilikinya. *Dealer* lebih erat hubungannya dengan harga dibandingkan dengan *broker*. Transaksi yang akan dilaksanakan oleh *dealer* berhubungan dengan risiko potensial yang akan diterimanya. *Dealer* berusaha menentukan *spread* yang cukup untuk menutupi berbagai kos yang terjadi. *Broker* melaksanakan transaksi untuk pihak lain. *Broker* hanya membantu melaksanakan pembelian dan penjualan sekuritas bagi investor. *Broker* menerima kompensasi berupa komisi dari setiap transaksi yang dilaksanakannya, dan bukan keuntungan yang merupakan implikasi dari *spread*. Hasil penelitian ini tidak ada hubungan antara pengumuman dividen di BEJ dengan informasi asimetri.

Hasil penelitian Erwin dan Miller (1998) menyatakan ada pengaruh signifikan antara harga saham, volume perdagangan, dan varians *return* saham dengan *bid-ask spread* saham. Pengaruh tersebut secara univariat maupun multivariat dan sebelum dan sesudah saham tersebut dimasukkan ke indeks S&P 500. Jika harga saham senantiasa naik, artinya *return* tinggi dan saham tersebut disukai oleh para investor. Untuk saham yang disukai oleh para investor, *trader* tidak perlu memegang saham tersebut terlalu lama sehingga menurunkan biaya pemilikan saham tersebut. Hasil *review* ada dalam tabel 2.1.

2.2. *Cost of Capital*

Cost of capital adalah biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (source of financing) (Modigliani dan Miller, (1959:1); SMA (1987, SMA4A, p.3); Baker, (1988:184); Dempsey, (1991:223); Martin et al., (1991:253); Riyanto, (1993:185); Levy dan Marshall, (1994:479); Brealey et al., (1995:276); Weston dan Copeland (1996:86); Brigham, et al. (1998:352); Husnan, (1998:301), Block dan Hirt (2000:300); serta Cotner dan Harold (2000:27)).

Riset empiris sebelumnya telah memberikan bukti bahwa pengumuman laba (*earnings*) dapat mengurangi informasi asimetri yang diukur dengan *bid-ask spread* (misal, Raman dan Tripathy, 1993; Greenstein dan Sami, 1994; dan Krinsky dan Lee, 1996). Suatu penemuan penting dari riset-riset sebelumnya dapat disimpulkan bahwa, pertama, peng-*disclosure* informasi akuntansi dapat mempengaruhi informasi asimetri. Kedua, adanya informasi akuntansi yang lebih baik berdampak pada penurunan *bid-ask spread*.

Meskipun tinjauan secara teoritis dan analitis mengenai keterkaitan antara peng-*disclosure*, likuiditas, dan *cost of capital* cukup signifikan, namun tampaknya sedikit sekali penelitian empiris yang mendukung hal ini. Riset teoritis dan empiris sebelumnya lebih banyak menguji hubungan antara peng-*disclosure* informasi akuntansi dan *cost of capital* secara tidak langsung (misalnya, Amihud dan Mendelson, 1986; Diamond dan Verrecchia, 1991; dan Handa Linn, 1993). Riset-riset tersebut lebih terfokus pada dampak peng-*disclosure* informasi akuntansi pada variabel-variabel yang diharapkan terkait secara positif dengan *cost of capital*, dan bukan pada *cost of capital* itu sendiri. Penelitian empiris yang berusaha menguji secara langsung antara peng-*disclosure* informasi akuntansi dan *cost of capital* adalah Botosan (1997). Botosan berupaya menguji apakah peng-*disclosure* akuntansi dapat mengurangi *cost of capital*. Botosan menetapkan suatu penilaian terhadap peng-*disclosure* yang dilakukan perusahaan dengan menggunakan indeks peng-*disclosure* (*disclosure index*) dan menemukan bahwa semakin besar tingkat peng-*disclosure* akuntansi yang dilakukan oleh perusahaan yang diikuti oleh sedikit jumlah analis, semakin rendah *cost of capital*.

nya. Namun ia tidak menemukan bukti asosiasi antara ukuran tingkat peng-*disclosure* akuntansi dan *cost of capital* untuk perusahaan yang diikuti oleh sejumlah besar analis.

Baiman dan Verrecchia (1996) meneliti hubungan antara likuiditas yang diperlukan dalam pasar modal, level *disclosure*, *cost of capital*, *agency cost*, dan *insider trading*. Hasilnya menunjukkan bahwa *disclosure* kebijakan finansial berpengaruh terhadap likuiditas yang akhirnya berdampak pada *cost of capital*. *Trade-off* timbul secara *endogenous* antara *price* rasional dan *insider trading*. *Cost of capital* gagal dengan dengan banyaknya *disclosure*. Penelitian Bloomfield dan Jeffrey (2000) juga mendukung penelitian ini.

2.3. Informasi Asimetri

Teori *bid-ask spread* tentang (1) pemilikan saham (*inventory holding*), (2) pemrosesan pesanan (*order processing*), dan (3) informasi asimetri. Penelitian ini menfokuskan pada fungsi yang ketiga yaitu informasi asimetri. Pengukuran terhadap informasi asimetri seringkali diproksikan dengan *bid-ask spread* disebabkan informasi asimetri tidak dapat diobservasi secara langsung. Beberapa penelitian empiris telah menyelidiki keterkaitan informasi akuntansi dan *bid-ask spread*, antara lain Diamond (1985), Lev (1988), Lev (1989), Brennan dan Hughes (1991), Lundholm (1991), Alford *et al.* (1993), Raman dan Tripathy (1993), Greenstein dan Sami (1994), Bloomfield dan Libby (1996), Bloomfield (1996), serta Krinsky dan Lee (1996). Secara umum penelitian-penelitian tersebut menemukan bahwa ketersediaan informasi akuntansi dapat mengurangi *bid-ask spread*.

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. Kim dan Verrecchia (1994) juga mengembangkan model informasi asimetri dan menunjukkan bahwa peningkatan informasi asimetri disekitar tanggal pengumuman berhubungan dengan perbedaan kemampuan investor dalam memproses informasi laba. Secara khusus, Kim dan Verrecchia memprediksi bahwa adanya perbedaan kemampuan investor dalam memproses informasi akan meningkatkan informasi asimetri segera setelah pengumuman laba. Kim dan Verrecchia (1994) telah membuat model hubungan likuiditas pasar dan pengumuman laba. Ke duanya 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 ini juga didukung oleh Gonedes (1980) bahwa regulasi peng-*disclosure* mempunyai potensi untuk mengurangi informasi asimetri.

Penelitian Brooks (1994) menguji kembali pengumuman *earnings* dan dividen. Transaksi data diuji melalui model *decomposition* (dekomposisi *bid-ask spread* komponen yang tetap dan komponen *adverse selection*). Hasilnya menunjukkan bahwa ada perubahan secara signifikan antara pengumuman *earnings*, *bid-ask spread*, dan komponen *spread* tetapi tidak signifikan jika dikaitkan dengan pengumuman dividen.

Chiang dan Venkatesh (1986) juga membuktikan bahwa tingkat informasi asimetri meningkat secara signifikan sebelum pengumuman dividen yang diikuti dengan informasi *earnings* atau sebaliknya, pengumuman *earnings* yang diikuti pengumuman dividen. Untuk mengatasi *counfounding effect*, maka kedua pengumuman itu dipisah lebih dari 10 (sepuluh) hari. Hal ini

TABEL 2.1

Penelitian Sebelumnya tentang Teori Bid Ask Spread: Pemilikan Saham, Pemrosesan Pemesan, dan Informasi Asimetri

Pemilikan saham (inventory holding)	Pemrosesan pemesanan	Informasi Asimetri
<p>a. Chiang dan Venkatesh (1988) pemilikan saham oleh pihak di dalam perusahaan berhubungan signifikan dan positif dengan <i>spread</i>, sedangkan pemilikan saham oleh institusi menghasilkan koefisien yang tidak signifikan. Dengan perkataan lain, institusi tidak dipandang sebagai pedagang berinformasi.</p> <p>b. Chan dan Seow (1995) meneliti biaya pemilikan dan informasi asimetri. Biaya pemilikan diproksikan dengan sekuritas, volume perdagangan, dan jumlah <i>market maker</i> (ukuran tingkat kompetisi).</p> <p>c. Draper dan Paudyal (1997) meneliti ada hubungan antara perilaku musiman <i>bid-ask spread</i> dengan volume perdagangan, jumlah <i>trader &</i> ukuran rata-rata <i>order flow</i>.</p> <p>d. Erwin dan Miller (1998). Biaya pemilikan diproksikan dengan harga saham, volume perdagangan, varian, dan <i>return</i> saham. Hasilnya biaya pemilikan berpengaruh terhadap <i>bid-ask spread</i>, baik secara univariat dan multivariat sebelum dan sesudah saham tersebut dimasukkan dalam indeks S & P 500.</p> <p>e. Halim & Hidayah (2000) meneliti perilaku <i>bid-ask spread</i> dipengaruhi oleh volume perdagangan dan <i>return</i>.</p> <p>f. Atkins dan Dye (1990) dalam Halim dan Hidayat (2000): ada perubahan harga karena $AR < BS$. Ini membuktikan tidak ada <i>excess profit</i> (mengetes EMH), dsb.</p>	<p>Pemrosesan pemesanan (<i>order processing</i>) dapat diobservasi secara langsung, misalnya: Laux (1993): Hasil penelitiannya bahwa <i>order-processing costs</i> (harga) berhubungan negatif dengan efek persediaan, kapitalisasi, tetapi berhubungan positif dengan volume perdagangan.</p>	<p>a. Gonedes (1980): regulasi <i>disclosure</i> dapat mengurangi informasi asimetri.</p> <p>b. Mandelson (1986) dan Diamond & Verrecchia (1991), Hamda dan Linn (1998): Ada keterkaitan antara <i>disclosure</i>, likuiditas, dan COC secara tidak langsung.</p> <p>c. Raman dan Ripathy (1993): pengumuman laba dapat mengurangi asimetri informasi.</p> <p>d. Greenstein dan Sami (1994): informasi asimetri berkurang dengan adanya <i>disclosure</i>.</p> <p>e. Forjan dan McCarry (1995): informasi asimetri berkurang karena ada <i>pengumuman stock split</i> sehingga beta juga mengecil.</p> <p>f. Krinsky dan Lee (1996): informasi akuntansi dapat mengurangi informasi asimetri (<i>bid-ask spread</i>).</p> <p>g. Botosan (1997): <i>disclosure</i> akuntansi dapat mengurangi <i>cost of capital</i> (mengggunakan <i>disclosure index</i>).</p> <p>h. Lyle dalam Engle dan Lange (1997) yaitu regulasi dapat mengurangi Asimetri informasi (diproksikan dengan 3 keadaan yaitu: kerapatan, kedalaman, dan <i>resiliency</i>).</p> <p>i. Giri (1998): pengumuman dividen di BEJ tidak berpengaruh pada informasi asimetri sehingga <i>bid and ask</i> juga tidak berpengaruh, dsb.</p>

Sumber: Review beberapa penelitian, 2001

menunjukkan bahwa pengumuman dividen dan *earnings* tidak dapat saling menggantikan. Informasi Pembayaran dividen akan memberikan sinyal mengenai harapan para manajer tentang aliran kas masa depan sedangkan informasi dividen akan menurunkan informasi asimetri. Kebijakan dividen juga menyediakan informasi periodik bagi *dealer* (Howe dan Lin, 1992). Disamping itu penelitian

Forjan dan McCorry (1995) mengetes *bid-ask spread* sebagai reaksi terhadap pengumuman *stock split*.

Penelitian Coller (1997) menyelidiki hubungan antara informasi asimetri dalam harga saham. Hasilnya menunjukkan bahwa *forecast earnings management* meningkatkan *spread* lebih dari 12 bulan sebelum di *forecast*. Variabel yang diuji adalah *spread*, harga, transaksi, *variance of return*, dan *dep* (jumlah rata-rata saham).

Penelitian Komalasari dan Baridwan (2001) bertujuan untuk menguji asosiasi antara informasi asimetri dan *cost of capital*. Faktor yang melatarbelakangi dilakukannya riset ini adalah belum adanya bukti empiris yang menguji pengaruh informasi asimetri yang tercermin dalam mekanisme pasar modal terhadap *cost of capital*. Penelitian Komalasari dan Baridwan (2001) bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai informasi asimetri dan pengaruhnya terhadap *cost of capital* secara langsung. Secara khusus, penelitian ini menguji apakah pengurangan informasi asimetri yang ditangkap oleh naiknya likuiditas pasar dapat menurunkan *cost of capital*, dan apakah penurunan *cost of capital* pada perusahaan besar lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

Artikel yang ditulis Copeland dan Galai (1983), berusaha menjelaskan pengaruh informasi terhadap *spread*. Menurut Copeland dan Galai (1983), teori *spread* pertama dimunculkan oleh Demsetz (1968) dalam Copeland dan Galai (1983). Demsetz memperlakukan *bid-ask spread* (*spread*) sebagai kos (transaksi) untuk tujuan kesegaran (*immediacy*). Ada dua fokus penelitian terhadap *spread*, yaitu: (a) memfokuskan pada hubungan antara *spread* dan kos sediaan (*dealer*) dan (b) hubungan antara *spread* dengan tipe pedagang (pedagang berinformasi dan pedagang tak berinformasi). *Dealer* bertujuan menentukan *spread* yang dapat memaksimalkan keuntungan (*opportunistic*).

Ada dua mekanisme perdagangan yang berimplikasi terhadap *spread*. Pertama, model harga seketika (*instantaneous quote model*) artinya *dealer* akan menawarkan harga sekuritas, jika ada permintaan pembelian dari investor. *Dealer* berharap bahwa harga yang ditawarkan akan berubah jika melakukan perdagangan dengan investor berinformasi dan pedagang likuid. Kedua, mekanisme model harga terbuka (*open quote interval model*) artinya *dealer* menawarkan harga sekuritas yang dimilikinya selama periode tertentu. Harga tawaran tersebut berlaku sampai adanya informasi baru.

Model yang ditawarkan Copeland dan Galai (1983) dapat dipakai untuk memprediksi *spread* dengan menggunakan variabel varian *return*, harga, dan volume perdagangan. Ada dua bentuk hubungan antara *spread* dengan volume perdagangan: 1) hubungan negatif, artinya volume perdagangan yang relatif kecil akan memperbesar *spread*, sebab kemungkinan rerata pelaku pasar lebih suka memegang sahamnya daripada menjual; 2) hubungan positif, artinya jika terjadi kenaikan informasi maka ukuran transaksi juga meningkat. Penelitian empiris ini didukung oleh Hamilton (1991). *Dealer* di pasar OTC akan menderita kerugian jika bertransaksi dengan pedagang berinformasi. Prediksi ini dapat ditunjukkan oleh perilaku *dealer* yang membeli sekuritas pada saat harga saham rendah dan menjual kembali pada saat harga saham tinggi.

Kim dan Verrecchia (1994) telah membuat model hubungan likuiditas pasar dan pengumuman laba. Hasilnya bahwa pengumuman laba secara publik dapat mengurangi kos pemrosesan informasi secara individual ataupun institusional. Kos berkurang 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.

H₁ : Ada hubungan positif antara informasi asimetri dengan *cost of capital*

2.4. Disclosure dalam Laporan Keuangan

Dalam *Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC)* Nomor 1, dinyatakan bahwa laporan keuangan harus menyajikan informasi yang berguna untuk investor dan calon investor, kreditur, dan pemakai lain dalam pengambilan keputusan investasi, kredit dan keputusan lain yang sejenis yang rasional. Informasi tersebut harus dapat dipahami oleh mereka yang mempunyai wawasan bisnis dan ekonomi.

Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan agar dapat dipahami dan tidak menjadikan salah interpretasi, maka penyajian laporan keuangan harus disertai dengan *disclosure* yang cukup (*adequate disclosure*) artinya informasi yang disajikan tidak berlebihan namun juga tidak kurang sehingga tidak menyesatkan orang yang membacanya.

Hasil penelitian di berbagai negara membuktikan, bahwa laporan tahunan (*annual report*) merupakan media yang tepat untuk menyampaikan *corporate disclosure* (*Corporate disclosure* merupakan *disclosure* yang terdiri dari *disclosure* keuangan dan bukan keuangan). Secara garis besar, *disclosure* mengikuti pedoman berikut ini: 1) Laporan keuangan. Terdiri dari tiga laporan utama: neraca, laporan laba rugi dan laporan perubahan posisi keuangan. *Disclosure* dalam laporan keuangan bisa dalam bentuk laporan laba rugi, laporan perubahan posisi keuangan juga termasuk rincian dan tabel-tabel untuk menjelaskan angka-angka yang terdapat dalam laporan keuangan yang disajikan secara komparatif dengan periode yang lalu; 2) Catatan kaki. Catatan kaki merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan. Sehingga dalam catatan kaki ini sering disajikan catatan-catatan yang berhubungan dengan *item-item* neraca dan laporan laba rugi; 3) Data statistik. Data-data ini disusun dan diolah dari angka-angka yang terdapat dalam laporan keuangan dan seringkali disajikan secara terpisah di dalam laporan tambahan; dan 4) Laporan auditor. Laporan ini merupakan media yang paling sesuai untuk mengungkapkan penyimpangan dan akibat penyimpangan penerapan prinsip akuntansi dari prinsip akuntansi yang berterima umum, perubahan prinsip akuntansi dan akibatnya, dan perbedaan pendapat antara auditor dan manajemen perusahaan yang diaudit. Disamping itu ada keputusan *disclosure* regulasi pasar modal yang kuat seperti keputusan No. Kep-17/PM/1995 yang selanjutnya diubah melalui keputusan ketua Bapepam No. Kep. 38/PM/1996 yang diantaranya berisi tentang keharusan mengungkapkan informasi kepada publik yang ditetapkan oleh Bapepam pada tanggal 17 Januari 1996.

Disclosure untuk pasar modal terdiri dari dua aspek, yaitu: *protective disclosure* dan *informative disclosure*. *Protective disclosure* merupakan usaha badan pengawas pasar modal untuk melindungi investor dari perlakuan yang tidak wajar dari emiten, sehingga yang termasuk ke dalam *disclosure* ini adalah *disclosure* yang diharuskan oleh badan pengawas pasar modal. Sedangkan yang termasuk ke dalam *informative disclosure* adalah *disclosure* yang disajikan dalam rangka keterbukaan emiten untuk tujuan analisis investasi.

Seberapa banyak informasi yang sifatnya wajib maupun anjuran yang perlu diungkapkan di dalam laporan tahunan masih menjadi perdebatan. Penelitian mengenai kebutuhan informasi *investor* atau calon *investor* yang telah dilakukan oleh beberapa peneliti menyatakan bahwa laporan tahunan belum berisi cukup informasi untuk membantu *investor* mengambil keputusan investasi. *Investor* seringkali mencari sumber informasi selain laporan tahunan untuk memenuhi kebutuhannya. Semakin banyak informasi yang diungkapkan memang laporan keuangan semakin informatif dan bermanfaat, namun akan diikuti dengan biaya (*expenses*) penyajian informasi yang semakin tinggi. Oleh karena itu, pihak manajemen perlu mempertimbangkan *cost and benefit* dalam menyajikan *disclosure* di dalam laporan keuangan atau laporan tahunan.

Penelitian empiris mengenai dampak peng-*disclosure* informasi terhadap informasi asimetri juga telah banyak dilakukan. Mayoritas penelitian-penelitian tersebut menggunakan pengumuman

laba sebagai proksi dari peng-*disclosure*.¹ Hal ini tidak terlepas dari penelitian seminal Beaver (1968) yang meneliti kegunaan laba untuk pengambilan keputusan investasi bagi investor, sehingga banyak muncul riset akuntansi yang menguji kegunaan laba dalam menjelaskan *return*. Penelitian-penelitian yang terbaru telah menunjukkan bahwa pengumuman laba tidak hanya mempengaruhi *return* pasar, namun juga dapat mengurangi informasi asimetri di pasar modal (Lev, 1989). Lee *et al* (1993), sebagaimana dikutip oleh Callahan *et al.* (1997), telah menunjukkan bahwa terdapat peningkatan *bid-ask spread* pada empat hari sebelum sampai sehari setelah pengumuman laba. Secara umum, penelitian-penelitian empiris menyimpulkan bahwa pengumuman laba akan mengurangi informasi asimetri (Raman dan Tripathy, 1993; Brooks, 1994; dan Krinsky dan Lee, 1996).

Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut di atas, kesimpulannya bahwa peng-*disclosure* akuntansi dapat mempengaruhi informasi asimetri. Adanya pengurangan asimetri informasi akan berdampak pada pengurangan *bid-ask spread*. Rendahnya *bid-ask spread* akan menyebabkan tingginya volume perdagangan sehingga likuiditas yang makin tinggi.

2.5. Size

Semakin besar *size* perusahaan maka semakin besar informasi *disclosure* yang perlu diungkapkan dibanding perusahaan kecil. Pernyataan tersebut mendasarkan teori keagenan dimana perusahaan besar memiliki biaya keagenan yang lebih besar dibanding perusahaan kecil (Jensen dan Mecling, 1976). Perusahaan besar akan mengungkapkan informasi yang lebih banyak sebagai upaya mengurangi biaya keagenan tersebut. Alasan lain perusahaan besar bisa menanamkan modal pada berbagai jenis usaha, lebih mudah memasuki pasar modal, memperoleh penilaian kredit yang tinggi, dan sebagainya. Kesemuanya itu akan mempengaruhi keberadaan total asetnya. Hasil penelitian banyak memberi dukungan hubungan positif antara *size* perusahaan dengan tingkat *disclosure*. Arah hubungan ternyata bisa negatif, jika dikaitkan dengan teori bahwa perusahaan besar tidak akan lepas dari tekanan politik, yaitu tekanan untuk melaksanakan tanggungjawab sosial (*social responsibility*) (Jensen dan Meckling, 1976). Dampaknya perusahaan besar mereduksi laporan keuangan (kurang terperinci/detail) karena ada kecenderungan tindakan politis untuk menghindari pajak.

Perusahaan besar juga memiliki kewajiban yang lebih besar dalam memberikan informasi laporan keuangan dan perinciannya. Hal ini sesuai dengan penelitian Myers (1977)) bahwa informasi tambahan dibutuhkan untuk menghilangkan kecurigaan pemegang saham obligasi (kreditor).

Buzby (1974) menduga bahwa perusahaan kecil mungkin tidak memiliki sumber daya untuk memberikan informasi laporan tahunan yang terinci (luas) karena ada kendala biaya. Anggapan manajemen lainnya bahwa perusahaan kecil jika membuat *disclosure* terperinci akan membahayakan posisi kompetisinya (Singhvi dan Desai (1971) dan Mautz dan May (1978) dalam Subiyantoro, (1997)

Cerf (1961) dalam Susanto (1992) meneliti hubungan sejumlah karakteristik dengan luas *disclosure*. Setelah menghitung indeks *disclosure*, hasilnya karakteristik perusahaan yang berpengaruh dengan *disclosure* yaitu: jumlah aset, jumlah pemegang saham, dan status pendaftaran (*listing status*). Kelemahan penelitian ini hubungan tersebut tidak diuji secara statistik.

Singhvi dan Desai (1971) menggunakan uji Kai-kuadrat (*Chi-square*) dan regresi berganda (*stepwise*) untuk menguji hubungan karakteristik perusahaan dengan luas *disclosure*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan yang cukup signifikan antara enam variabel

¹ Proksi *disclosure* dalam penelitian ini menggunakan indeks yang akan dibahas lebih lanjut dalam riset desain.

independen dengan kualitas *disclosure*. Keenam variabel tersebut adalah: jumlah aset, jumlah pemegang saham, *rate of return*, marjin pendapatan (*earnings margin*), status listing (*listing status*), dan kantor akuntan yang mengaudit perusahaan.

Firth (1979, 1980) dalam Susanto (1992) meneliti hubungan *corporate disclosure* yang terdapat dalam laporan tahunan dengan tiga variabel: *size* perusahaan (besar atau kecil), status *listing*, dan *auditor* perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Cerf, Singhvi dan Desai dan peneliti lain, Firth membuat suatu daftar yang berisi *item-item disclosure* yang sifatnya tidak diharuskan (*mandatory*). *Item-item disclosure* tersebut harus memenuhi dua kriteria, yaitu: tidak merupakan *item disclosure* yang diharuskan oleh prinsip dan peraturan lain dan *item disclosure* harus relevan dengan perusahaan, artinya item tersebut akan diungkap bila dikehendaki perusahaan. *Size* perusahaan diukur dari besarnya penjualan dan jumlah modal dengan menggunakan uji *Kendall's Tau*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan ada hubungan yang positif antara ukuran dan tingkat *disclosure*. Selanjutnya, untuk meneliti hubungan variabel auditor dengan luas *disclosure* Firth menggunakan uji-t. Hasil uji tersebut membuktikan, bahwa auditor hanya mempunyai pengaruh yang sangat kecil terhadap luas *disclosure* yang disajikan perusahaan dalam laporan tahunan.

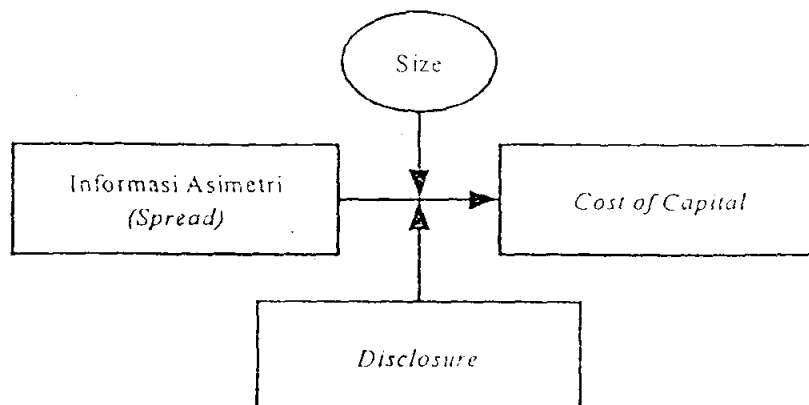
Susanto (1992) meneliti tentang hubungan *voluntary corporate disclosure* dengan delapan variabel, yaitu: afiliasi perusahaan (asing atau domestik), sebelum atau sesudah dikeluarkannya Pakdes 1987 (mengenai bursa paralel), tingkat pembatasan kepemilikan saham, *size* perusahaan, *rate of return*, tingkat kepemilikan masyarakat, auditor perusahaan, dan *leverage* (ratio hutang terhadap ekuitas). Penelitiannya dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) Indonesia. Dari berbagai penelitian di atas maka hipotesisnya sebagai berikut:

H_2 = Semakin besar *size* perusahaan semakin tinggi tingkat *disclosure* begitu juga sebaliknya.

2.6. Pengaruh Informasi Asimetri dan *Disclosure* terhadap *Cost of Capital*

Penelitian yang meneliti ada hubungan antara informasi asimetri dengan *disclosure* yaitu Verrecchia (1982), Lev (1989), Raman dan Tripathy (1993), Brooks (1994), Greenstein dan Sami (1994), Krinsky dan Lee (1996), Lee *et al.* dalam Callahan *et al.* (1997), serta Bloomfield *et al.* (2000). Penelitian yang meneliti hubungan antara *disclosure* dengan *cost of capital* yaitu Coles *et al.* (1995), Clarkson *et al.* (1996), Handa dan Linn (1996), serta Botosan (1997). Penelitian yang meneliti hubungan informasi asimetri dengan *cost of capital* adalah Amihud dan Mendelson (1986), Diamond dan Verrecchia (1991), Handa dan Linn (1993), serta Komalasari dan Baridwan (2001). Penelitian sekarang menguji pengaruh interaksi informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital*

Dari beberapa penelitian di atas maka model penelitiannya adalah:



Dari model diatas, maka hipotesisnya sebagai berikut:

H_3 : Semakin tinggi tingkat *disclosure*, semakin rendah pengaruh informasi asimetri terhadap *cost of capital* dan sebaliknya.

3. Riset Desain

3.1. Data

1. Gambaran Populasi Penelitian

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang listing di Bursa Efek Jakarta tahun 1996. Berdasarkan data Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), perusahaan yang terdaftar hingga tahun 1997 sebesar 260. Jumlah perusahaan publik hingga akhir tahun 1997 berdasarkan jenis usaha dapat dirinci sebagai berikut:

TABEL 3.1

Perusahaan Publik Hingga Akhir Tahun 1997

No	Jenis sektor	Jumlah
1	Pertanian	5
2	Pertambangan	5
3	Industri dasar kimia	46
4	Aneka industri	47
5	Industri barang konsumsi	37
6	Properti dan real estate	20
7	Infrastruktur, utilitas, dan transportasi	11
8	Industri keuangan	47
9	Perdagangan eceran dan investasi	42
Jumlah		260

Sumber: JASICA (Klasifikasi Industri Bursa Efek Jakarta), 1997

2. Sampel

Populasi penelitian bersifat heterogen, oleh karena itu teknik penarikan sampel yang digunakan adalah *stratified random sampling*. Untuk mendapatkan ukuran sampel minimal dipergunakan rumus (Yamane, 1973: 200) yang juga digunakan oleh Silalahi (1997) serta Mardiyah dan Indriantoro (2001) sebagai berikut:

$$n = \frac{N}{Nd^2 + 1} \quad (3.1)$$

Dimana: n = jumlah sampel; N = ukuran populasi; d = presisi yang ditetapkan; dan 1 = angka konstanta.

Sedangkan untuk menentukan alokasi unit ke dalam strata menggunakan prinsip alokasi proporsional (Yamane, 1973: 200) dengan rumus sebagai berikut:

$$n_i = \frac{N_i \times n}{N} \quad (3.2)$$

Dimana:

- n_i = ukuran sampel yang harus diambil dari strata;
- N_i = ukuran strata I;
- n = sampel keseluruhan;
- dan N = ukuran populasi.

Penarikan sampel yang dilakukan dengan menentukan nilai presisi (d) yang ditetapkan sebesar 10 % seperti yang telah banyak digunakan dalam penelitian-penelitian sosial. Dengan nilai (populasi) sebesar 260, maka rumus (3.1) diperoleh ukuran sampel minimum sebanyak 72 sampel atau 28 % dari populasi. Dengan menggunakan rumus (3.2) seperti di atas maka stratifikasi unit samplingnya ada dalam tabel 3.2. Dari rumus tersebut diperoleh 72 perusahaan. Dari metode *stratified sampling* tersebut peneliti mencoba untuk melakukan pengelompokan kembali sampel (*re-grouping sample*) dan selanjutnya dilakukan pengujian terhadap pengaruh industri dengan menggunakan t_{-test} .

TABEL 3.2

Stratifikasi Unit Sampling

No	Jenis sektor	Jumlah
1	Pertanian	1
2	Pertambangan	1
3	Industri Dasar Kimia	13
4	Aneka Industri	13
5	Industri barang konsumsi	10
6	Properti dan real estate	6
7	Infrastruktur, utilitas, dan transportasi	3
8	Industri keuangan	13
9	Perdagangan eceran dan investasi	12

Sumber: Hasil Penelitian, 2001

3. Sumber Data dan Teknik Pengambilan Data

Rata-rata beberapa penelitian yang direview menggunakan data *cross sectional*. Penelitian ini juga menggunakan data *cross sectional* yaitu perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 1996. Alasan lain pada tahun tersebut jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ sudah cukup besar dan belum terpengaruh oleh dampak krisis ekonomi pada tahun 1997. Pengambilan sampel secara random dilakukan sebagai berikut:

- 1). Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan auditan untuk periode 1996 serta tercatat dalam daftar monitoring laporan keuangan perusahaan yang terdapat di Bapepam
- 2). Sampel mempunyai laporan keuangan yang berakhir per 31 Desember
- 3). Data transaksi harian sekuritas perusahaan sampel terdapat di UGM *database*.
- 4). Data *score disclosure* yang sudah digunakan oleh Sunarmiati (1999)

Data pengumuman laba tahunan berasal dari data monitoring laporan keuangan yang dikeluarkan oleh Bapepam dan harian Bisnis Indonesia. Data transaksi harian berupa volume perdagangan, harga saham, *bid price*, *ask price*, *bid volume*, dan *ask volume* diperoleh dari UGM *database* dan sertifikat deposito Bank Indonesia berasal dari Buletin finansial 1996.

Data yang lain diperoleh dari: Database PACAP (Pasific Basin Capital Market), JASICA (Klasifikasi Industri Jakarta, Efek), data IHSG, *Indonesian Financial Institution Directory*, literatur, jurnal, *Capital Market Directory*, *JSX Factbook*, *JSX Statistix* tahunan/bulan, Laporan BAPEPAM, serta JPML.

3.2. Pengukuran Variabel

1. Pengukuran Variabel Dependen

Variabel dependen adalah *cost of capital*. Estimasi *cost of capital* dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) seperti yang dilakukan Komalasari dan Baridwan (2001) yang mendasarkan literatur-literatur finansial², yaitu:

$$COC_u = R_f + \beta_i(R_{M_t} - R_f) \quad (3.3)$$

R_f adalah *return* bebas risiko yang diproksi dengan tingkat bunga SBI 1 bulan, R_{M_t} adalah *return* pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari t ditambah IHSG pada hari $t-1$ dibagi dengan IHSG pada hari $t-1$, dan β_i adalah risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan i . Nilai β (risiko tidak sistematis) diperoleh melalui regresi model pasar dengan periode estimasi selama 120 hari sebelum *event windows*.

Pasar modal BEJ tergolong *thin market* sehingga menyebabkan adanya perdagangan tidak sinkron (*non-synchronous trading*). Dampak perdagangan tidak sinkron menyebabkan beta bias. Untuk mengatasi beta bias tersebut, pada saat estimasi perlu melakukan koreksi beta. Metode pengkoreksian yang terbaik adalah Fowler dan Rorke (1983). Hasil penelitian Hartono (1999) dengan metoda Fowler dan Rorke baik data normal dan tidak normal jumlah *lag* dan *lead* terkecil dibanding metoda Dimson serta Scholes dan Williams. Jika menggunakan metoda Fowler dan Rorke data tidak normal dengan menggunakan empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*) dan jika data normal menggunakan satu perioda mundur (*lag*) dan satu perioda maju (*lead*).

2. Pengukuran Variabel Independen

a). Informasi Asimetri

Penelitian ini mengukur informasi asimetri dengan menggunakan *relative bid-ask spread* yang dioperasionalisasi seperti dalam Greenstein dan Sami (1994), Halim dan Hidayat (2000), serta Komalasari dan Baridwan (2001) sebagai berikut:

² Dalam literatur finansial ada lima cara untuk menghitung COC yaitu menggunakan: 1) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM); 2) *dividends approach* atau *cash flow approach*; 3) biaya utang (*cost of debt*); 4) biaya saham preferen; dan 5) biaya modal rata-rata tertimbang.

$$\text{SPREAD}_{it} = (\text{ask}_{it} - \text{bid}_{it}) / \{(\text{ask}_{it} + \text{bid}_{it})/2\} \times 100 \quad (3.4)$$

b). Pengukuran Indeks *Disclosure*

Kecukupan atau kualitas *disclosure* laporan keuangan ada yang menggunakan metode ratings (meminta pendapat pihak-pihak yang berkompeten) untuk memberikan bobot atas *item-item disclosure* yang dimuat dalam sebuah daftar (Cerf (1961) dalam Susanto (1992). Penelitian Cerf (1961) dalam Susanto (1992) merupakan penelitian pertama mengenai pengukuran luas *disclosure* yang terdapat di dalam laporan tahunan dengan mengukur besarnya indeks *disclosure* dalam beberapa tahap: 1) menyusun daftar yang berisi tiga puluh satu item *disclosure* berdasarkan laporan tahunan, hasil studi kepustakaan tentang bagaimana pengambilan keputusan, hasil wawancara, dan penelaahan laporan analis sekuritas; 2) Dari daftar tersebut meminta analis sekuritas yang telah diwawancarainya untuk memberikan bobot penting atau kurang pentingnya *item-item disclosure* yang telah disusunnya (*ratings*); 3) Membuat nilai rata-rata (*mean*) masing-masing item *disclosure* yang diperolehnya dari hasil *ratings*.

Dalam membuat indeks kelengkapan *disclosure* dibutuhkan suatu instrumen yang disebut *dscore* yang desainnya bisa merefleksikan informasi-informasi yang diinginkan secara detail pada masing-masing item yang telah ditentukan. *Dscore* tersebut berisi item-item informasi yang mendukung *disclosure*. Jika suatu item *disclosure* dalam *dscore* tersebut terpenuhi atau dalam *disclosure* laporan keuangan suatu perusahaan, maka poin (nilai angka) "1" diberikan, sebaliknya bila tak terpenuhi maka poinnya nol. Cara yang sama yang dilakukan oleh Cerf tetapi itemnya sebanyak 34 yaitu Singhvi dan Desai (1971), Buzby (1974); Barrett (1994); Stanga (1976); Wallace (1987), Cooke (1992) Susanto (1992), Alford *et al.* (1993), Ahmed dan Nicholas (1994), dan Subiyantoro (1997).

Dalam melakukan perhitungan indeks, peneliti menggunakan rumus yang digunakan oleh Betoson (1997), misal: jika jumlah item yang dijadikan pedoman kelengkapan *disclosure* berjumlah 100 sedangkan yang dipenuhi perusahaan dalam laporan tahunannya sebanyak 50, maka indeksnya sebesar $50/100=0,50$, secara matematis dengan rumus dalam persamaan di bawah ini:

$$Dscore_j = \sum_{i=1}^5 Score_{ij} \quad (3.5)$$

$$Escore_j = \sum_{i=1}^5 \frac{SCORE_{ij}}{\max(SCORE_i)} \times 20\% \quad (3.6)$$

Dimana:

Dscore = item-item informasi;

Escore = indeks *disclosure*;

dan *Score* = jumlah item *disclosure* yang dipenuhi.

3. Variabel kontrol

Variabel kontrol dengan menggunakan *size* dengan proksi jumlah aset.

3.3. Metoda Analisa Data

Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis kesatu sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + e \quad (3.7)$$

Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis kedua sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e \quad (3.8)$$

Dimana: $Y = Cost\ of\ capital$; $X_1 = Informasi\ asimetri$; $X_2 = Disclosure$; $X_3 = size$; $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3 =$ Konstanta dan koefisiensi regresi; dan $e =$ tingkat kesalahan. Model persamaan regresi 3,8 di atas tidak memasukkan variabel BETA sebagaimana Botosan (1997) karena estimasi *cost of capital* dalam penelitian ini menggunakan *capital asset pricing model* yang telah memasukkan unsur BETA.

Pengujian hipotesis ketiga dengan melakukan interaksi dua variabel independen. Pendekatan ini diadopsi dari Allison (1977) dan Schoonhoven (1981) yang juga digunakan oleh Chia (1995), Nazaruddin (1998), dan Mardiyah dan Gudono (2001) yaitu:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 X_2 \quad (3.9)$$

Dimana: $Y = Cost\ of\ capital$; $X_1 = Informasi\ asimetri$; $X_2 = Disclosure$; $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3 =$ Konstanta dan koefisiensi regresi; X_1 dan $X_2 =$ Interaksi antara variabel independen yaitu informasi asimetri dengan *disclosure*; dan $e =$ tingkat kesalahan

Pendekatan interaksi bertujuan untuk menerangkan variasi *cost of capital* terhadap informasi asimetri dan *disclosure*. Pembuktian matematis oleh Southwood (1978) dan penerapan secara empiris Schoonhoven (1981) dan Govindarajan (1986), efek utama dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen tidak dapat diinterpretasikan. Fokusnya adalah pada kesignifikanan dan sifat pengaruh interaksi yang ada dalam persamaan 3.9. Jika β_3 signifikan dan positif ($\beta_3 > 0$), menunjukkan bahwa hipotesis didukung artinya interaksi informasi asimetri dan *disclosure* berpengaruh terhadap *cost of capital*.

Sedangkan untuk mengetahui adanya *nonmonotonic* dari dua variabel independen (X_1 dan X_2) terhadap variabel dependen (Y), bisa diuji dengan meneliti *partial derivative* dari persamaan satu (Schoonhoven, 1981). Persamaan *partial derivative* adalah:

$$\delta Y / \delta X_2 = \beta_2 + \beta_3 X_1 \quad (3.10)$$

Keberadaan efek *nonmonotonic* akan memberikan informasi bahwa perubahan tingkat variabel kontijensi arahnya akan sesuai dengan arah *slope* yang terjadi.

4. Analisa Data dan Hasil

4.1. Deskripsi Statistik

Dengan melakukan *scoring* yaitu alat yang digunakan untuk menetapkan kelengkapan *disclosure* laporan keuangan. Yang pertama terdiri dari 18 item yang terperinci dalam 89 sub item.

Indeks *disclosure* merupakan hasil pembagian antara jumlah skor *disclosure* yang diraih (dalam L/ yang telah ditelaah) dengan total nilai maksimum yang mungkin diraih (sebanyak jumlah sub-tem yang digunakan). Misalnya skor *disclosure* yang diraih Astra International, Tbk adalah 70, maka nilai indeks *disclosure* $70/89=0,78652$. Secara keseluruhan indeks *disclosure* ada dalam lampiran 4.1.

TABEL 4.1

Diskripsi Statistik Informasi Asimetri, *Disclosure*, *Size*, dan

Variabel	Rata-rata	Deviasi Standar
Informasi Asimetri	14,924	6,383
Disclosure	0,555	0,050
Size	7,651	2,617
Cost of Capital	8,530	3,402

Sumber: Hasil Penelitian, 2001

4.2. Pengujian Asumsi Klasik

1. Pengujian Gejala Multikolinearitas

Pengujian asumsi pertama dengan multikolinieritas, dilakukan dengan mendeteksi korelasi *Pearson Correlation* antar variabel independen dan VIF (Gujarati: 1995: 293-301). Hasil perhitungan korelasi antar variabel independen tersebut dapat dilihat pada matrik korelasi rata-rata kurang dari 0,80. Dari hasil matrik korelasi tersebut ternyata tidak ada variabel independen yang koefisien korelasinya lebih besar atau sama dengan 0,80 dan VIF rata-rata 1. Sehingga dapat dikatakan model regresi tersebut telah memenuhi asumsi pertama, yaitu tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen (multikol tidak berbahaya).

2. Pengujian Gejala Heteroskedasitas

Uji gejala heteroskedasitas dilakukan dengan melihat t_{test} secara parsial dan BPG *test*. Hasil tes terhadap informasi asimetri, *disclosure*, dan *size* terhadap *cost of capital* tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$ sehingga tidak terjadi heteroskedasitas.

3. Pengujian Gejala Autokorelasi

Uji gejala autokorelasi dilakukan dengan melihat hasil Durbin Watson. Hasil Durbin-Watson (d) rata-rata $d=2$ dengan level signifikansi 0,05 (5%) dan k (regressor)=2 dan n (observasi)=72 diperoleh nilai $dL = 1,554$; $4-dL = 2,446$; $dU = 1,672$; dan $4-dU = 2,328$. Dengan demikian $D.W.U < D.W. < 2$ atau *null hypothesis* didukung dengan kata lain tidak ada korelasi serial diantara *disturbance terms*, sehingga variabel tersebut independen (nonautokorelasi) atau dengan rumus $r=1-d/2$, maka $r=0$, sehingga tidak terjadi autokorelasi serial.

4.3. Hasil Kenormalan Data

Berdasarkan hasil uji kenormalan data dengan menggunakan $t\text{-test}=1,153$ dengan $p\text{-value}=0,451$ menunjukkan hasil tidak signifikan. Ketidaksinifikanan ini berarti data normal (Hair *et al.*, 1995).

4.4. Penyesuaian Beta metoda Fowler dan Rorke

Hasil penyesuaian beta pasar dengan menggunakan metode Fowler dan Rorke menunjukkan bahwa beta mendekati angka 1 dengan *lag* dan *lead* satu.

4.5. Hasil Uji Validitas dan Realibilitas

Uji validitas atau *construct validity* diuji dengan *face validity* dan *congruent validity/discriminant* (Sekaran, 1992). Uji *face validity* dilakukan dengan mengoperasionalisasi variabel dan rumus, sedangkan *congruent validity/discriminant* dapat dilihat di tabel 4.2. Berdasarkan tabel 4.2 *eigenvalue* lebih dari satu dengan *canonical correlation*-nya untuk fungsi 1=0,611 dan fungsi 2=0,740.

Uji reliabilitas adalah mengetahui sejauhmana hasil pengukuran tetap konsisten dengan *split-half reliability* (Sekaran, 1992). *Split-half reliability* dilakukan dengan melihat koefisien korelasi Rank Spearman. Hasilnya menunjukkan korelasi kurang dari 0,80.

TABEL 4.2

Hasil *Congruent validity*

Fungsi	Eigenvalue	Persentase varian	Persentase kumulatif	Korelasi Canonical
1	1,596	82,3	82,3	0,611
2	1,110	17,7	100	0,740

Sumber: Hasil Penelitian, 2001

4.6. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama didukung yaitu semakin tinggi *spread*, maka *cost of capital* semakin tinggi. Hasil penelitian menunjukkan ada hubungan positif antara informasi asimetri dengan *cost of equity capital*. Hal ini berarti bahwa semakin kecil informasi asimetri yang terjadi di antara partisipan pasar modal maka semakin kecil kos modal sendiri yang ditanggung oleh perusahaan. Kondisi ini mengimplikasikan agar perusahaan memberikan informasi yang akurat secara lebih baik karena semakin banyak *disclosure* yang dilakukan maka informasi asimetri yang terjadi di pasar juga semakin kecil dan *cost of equity capital*-nya juga semakin kecil.

Hipotesis kedua didukung yaitu ada hubungan positif antara *size* perusahaan dengan *disclosure*. Hal ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) jika *size* perusahaan besar maka *disclosure* meningkat sebaliknya penelitian juga konsisten dengan penelitian (Buzby, 1974) jika *size* perusahaan kecil maka *disclosure* menurun.

Hipotesis yang ketiga diuji yaitu untuk melihat interaksi informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital* dengan *multiple regression* dengan *multiplicative* model. Pengujian kemudian dilanjutkan dengan menggunakan turunan parsial dari hasil regresi yang diperoleh, untuk mengetahui arah interaksi dan efek *nonmonotonic*.

Hipotesis ketiga diuji dengan regresi berganda yaitu:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 X_2 + e \quad (4.1)$$

Dimana α menunjukkan konstanta sedangkan $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ menunjukkan koefisien regresi, Y adalah *cost of capital*, X_1 adalah informasi asimetri dan X_2 adalah *disclosure*, $X_1 X_2$ menunjukkan interaksi informasi asimetri dan *disclosure*, dan e =tingkat kesalahan. Hasil dari pengujian dengan menggunakan regresi berganda nampak dalam tabel 4.3. Dari tabel 4.3 terlihat bahwa pengaruh

interaksi informasi asimetri dan *disclosure* tercermin dalam koefisien interaksi yaitu sebesar 0.06 adalah signifikansi pada $p < 0,05$. Hasil regresi ini menunjukkan bahwa interaksi antara informasi asimetri dan *disclosure* mempengaruhi *cost of capital*. Tetapi untuk mengetahui lebih lanjut arah hubungan interaksi, diperlukan *partial derivative* dari persamaan 4.2. Persamaan 4.2 dari hasil pengujian sebelumnya adalah:

$$Y = 2,98 - 0,218X_1 - 0,312X_2 + 0,060X_1X_2 \quad (4.2)$$

Partial derivative persamaan 4.2 adalah:

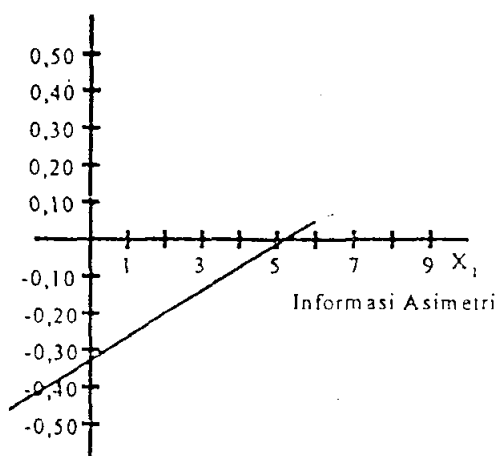
$$\delta Y / \delta X_2 = -0,312 + 0,060 X_1 \quad (4.3)$$

Turunan *partial* tersebut digambarkan dalam bentuk grafik (gambar 4.1) untuk melihat *scope* atau arah yang dapat menunjukkan apakah terjadi efek *nonmonotonic* dari interaksi informasi asimetri dan *disclosure*. Sumbu Y pada gambar 4.1 menunjukkan $\delta Y / \delta X_2$ sedangkan sumbu X menunjukkan kisaran informasi asimetri. Dari grafik tersebut memberikan makna bahwa semakin rendah informasi asimetri maka semakin banyak *disclosure* yang harus diungkapkan sehingga *cost of capital* juga semakin rendah (gambar 4.1).

Persamaan 4.3 atau turunan *partial* tersebut akan bernilai positif bila X_1 lebih besar dari *point of inflection* atau $> 5,2$ hal ini menunjukkan bila tingkat informasi asimetri memiliki nilai yang lebih besar dari *point of inflection* maka *disclosure* yang tinggi akan berpengaruh negatif terhadap *cost of capital*. Hasil ini mendukung penelitian Chia (1995) dan Mardiyah dan Gudono (2001).

GAMBAR 4.1

Pengaruh Informasi Asimetri (X_1) terhadap Hubungan antara *Disclosure* (X_2) dan *Cost of Capital* (Y)



Catatan:

$$\delta Y / \delta X_2 = \beta_2 + \beta_3 X_1 \text{ Persamaan (4.3)}$$

$$= -0,312 + 0,060 X_1$$

Point of inflection pada X_1 adalah 5,2

5. Penutup

5.1. Simpulan dan Diskusi

Teori *bid-ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya (Stoll, 1989) diuji kembali oleh Affleck-Graves *et al.*, (1994), Brooks (1994), Krinsky dan Lee (1996), dan Callahan, *et al.* (1997). Penelitian lain yang mendukung penelitian Stoll, (1989) berkaitan dengan: 1) Pemilikan saham (*inventory holding*) adalah Chiang dan Venkatesh (1988), Chan dan Seow (1995), Draper dan Paudyal (1997), Erwin dan Miller (1998), Halim & Hidayah (2000), serta Atkins dan Dye (1990) dalam Halim dan Hidayat (2000); 2) Pemrosesan pemesanan adalah Laux (1993); 3) Informasi asimetri adalah Gonedes (1980), Mandelson (1986), Diamond & Verrecchia (1991), Raman dan Ripathy (1993), Greenstein dan Sami (1994), Forjan dan McCarry (1995), Krinsky dan Lee (1996), Botossa (1997), Lyle dalam Engle dan Lange (1997), Giri (1998), dan Hamda dan Linn (1998).

Mendasarkan fungsi ketiga (informasi asimetri), maka tujuan penelitian ini ingin mengetahui pengaruh informasi asimetri dan *disclosure* terhadap *cost of capital*. Ada tiga hipotesis yang akan diuji. Hasil penelitian ini: 1) Hipotesis satu didukung yaitu ada pengaruh positif antara informasi asimetri dengan *cost of capital*. Hal ini berarti bahwa semakin kecil informasi asimetri yang terjadi di antara partisipan pasar modal maka semakin kecil kos modal sendiri yang ditanggung oleh perusahaan; 2) Hipotesis kedua didukung yaitu ada hubungan positif antara *size* perusahaan dengan *disclosure*. Hal ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) jika *size* perusahaan besar maka *disclosure* meningkat sebaliknya penelitian juga konsisten dengan penelitian (Buzby, 1974)) jika *size* perusahaan kecil maka *disclosure* menurun; 3) hipotesis ketiga diuji dengan *multiple regression* dan *multiplicative* model dengan tujuan untuk mengetahui variasi *cost of capital* dari interaksi dua variabel independen. Pengujian kemudian dilanjutkan dengan menggunakan turunan parsial dari hasil regresi yang diperoleh (untuk mengetahui arah interaksi dan efek *nonmonotonic*). Hasilnya hipotesis ketiga didukung artinya informasi asimetri rendah, maka dibutuhkan *disclosure* yang semakin andal agar dapat menurunkan *cost of capital*.

Penelitian ini menggunakan 72 sampel. Pemilihan sampel didasarkan *stratified random sampling*. Sedangkan data yang digunakan yaitu data sekunder yang diuji validitas dan realibilitas. Sebelumnya diuji *t-test* untuk *regrouping sample* dan kenormalan data hasilnya tidak signifikan sehingga data normal, dan test BLUE digunakan untuk pengujian asumsi klasik terhadap variabel independen yaitu multikolinearitas, heteroskedasitas dengan *Breusch-Pagan-Godfrey test.*, dan autokorelasi dengan BG (*The Breusch-Godfrey*). Hasilnya menunjukkan multikolinieritas tidak berbahaya dengan r kurang dari 0,80 atau VIF rata-rata 1, dengan *Breusch-Pagan-Godfrey test* yang dilanjutkan dengan transformasi log, maka heteroskedasitas tidak terjadi, serta Durbin-Watson mendekati angka 2 dan BG (*The Breusch-Godfrey*) $r=0$ artinya antara variabel satu dengan yang lain tidak terjadi ketergantungan (independen), dan homoskedasitas terjadi. Metode beta Fowler dan Rorke nilai mendekati 1. Penggunaan *t-test* untuk *regrouping sample* menunjukkan bahwa hasilnya signifikan. Ini artinya tidak ada perbedaan antara jenis industri (misal: jasa, dagang, dan manufaktur).

5.1. Keterbatasan

- 1). Pemakaian CAPM sebagai proksi *cost of capital* mengandung beberapa kelemahan seperti dikemukakan oleh Komalasari dan Baridwan (2001) bahwa CAPM kurang tepat digunakan sebagai proksi *cost of capital*.
- 2). Indeks *disclosure* hanya 18 item, jika jumlah item *disclosure* yang digunakan lebih banyak kemungkinan hasilnya juga berbeda.

Adanya unsur subyektivitas dalam mengukur indeks ungkapan

2. Implikasi di Masa yang Akan Datang

Botosan (1997) menyarankan pemakaian model *residual income* (Edward Bell Ohlson (EBO)) *valuation* sebagai proksi *cost of capital*. Penggunaan EBO akan lebih representatif untuk melihat hubungan antara *disclosure* dengan *cost of capital*.

Riset lebih lanjut perlu dilakukan guna menguji konsistensi hasil dan memperbaiki desain riset ini dengan menguji secara *time series* atau *pooled*.

TABLE 4.3

Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	Koefisien	Nilai	SE	t-test.	p-value
Hipotesis 1					
Persamaan (3.7): $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + e$					
X1	β_1	0,112	0,048	2,333	0,001
Konstanta	$B\alpha$	0,279	0,114	2,447	0,018
R ² =0,677; Adjusted R ² = 0,657; n= 72; F= 40,122; p-value=0,004					
Variabel	Koefisien	Nilai	SE	t-test.	p-value
Hipotesis 2 (size besar)					
Persamaan (3.8): $Y = \alpha + \beta_2 X_2 + e$					
X2	$B\beta_2$	1,873	0,869	2,154	0,015
Konstanta	$B\alpha$	7,083E-03	0,003	2,361	0,020
R ² =0,650; Adjusted R ² =0,633; n=72; F=67,250; p-value=0,012					
Hipotesis 2 (size kecil)					
Persamaan (3.8): $Y = \alpha + \beta_2 X_2 + e$					
X2	$B\beta_2$	-4,078	1,771	-2,303	0,025
Konstanta	α	1,523	0,602	2,529	0,001
R ² =0,600 Adjusted R ² = 0,599; n= 72; F= 17,565; p-value=0,007					
Variabel	Koefisien	Nilai	SE	t-test.	p-value
Hipotesis 3					
Persamaan (3.9): $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 X_2$					
X1	$B\beta_1$	-0,218	0,163	-1,340	0,058
X2	$B\beta_2$	-0,312	0,161	-1,194	0,068
Interaksi X1X2	$B\beta_3$	0,060	0,03	2,145	0,003
Konstanta	α	2,980	1,17	2,545	0,001
R ² =0,493; Adjusted R ² =0,482; n=72; F=40,500; p-value=0,041					

Sumber: Hasil Penelitian, 2001.

- 3). Semakin besar perusahaan semakin luas informasi yang disajikan dalam laporan tahunan (alternatifnya perlu *disclosure* yang cukup (*adequate disclosure*) atau dengan kata lain pertimbangankan kos dan keuntungan/*benefit*).
- 4). Laporan tahunan yang mempunyai indeks *disclosure* rendah artinya perusahaan masih belum mentaati seluruh ketentuan yang ada dalam SAK dan peraturan dari Bapepam. Untuk mengatasi hal ini, peran Bapepam, akuntan, dan lembaga penunjang pasar modal lain yang berhubungan dengan transparansi laporan tahunan perlu ditingkatkan lagi.
- 5). Data yang digunakan dapat diperluas dengan membandingkan data sebelum dan sesudah krisis moneter. Jika memungkinkan dibandingkan dengan negara lain untuk melihat kekonsistennannya.
- 6). Untuk menghindari adanya subyektivitas indeks pengungkapan, maka perlu melibatkan orang lain dalam menilai indeks ungkapan.
- 7). Menambahkan variabel likuiditas sebagai faktor yang berpengaruh terhadap *cost of capital*. Beberapa penelitian sebelumnya telah menunjukkan bahwa semakin besar informasi asimetri diantara partisipan pasar, akan menghasilkan kos transaksi yang lebih tinggi dan likuiditas yang lebih rendah, sehingga *return* yang dipersyaratkan oleh investor meningkat dan harga saham menurun. Kebijakan untuk mengurangi informasi asimetri akan meningkatkan likuiditas pasar artinya dengan pengurangan asimetri informasi maka kos transaksi turun sehingga komponen *adverse selection* dari *bid-ask spread* berkurang dan pada akhirnya *cost of capital* juga turun (Diamond dan Verrecchia, 1991).

REFERENSI

- Affleck-Graves, J.; S. P. Hedge; dan R.E. Miller, (1994), "Trading Mechanisms and the Components of the Bid-Ask Spread," *Journal of Finance* 49, h. 1471-1488.
- Ahmed, K. dan D. Nicholas, (1994), "The Impact of Non-Financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Developing Countries: The Case of Bangladesh," *International Journal of Accounting Education and Research*, 29 (1), h. 62-77.
- Alford, A.J, J. Jones, R. Letwitschdan Zmijewski, (1993), "The Relative Informativeness of Accounting Disclosure in Different Countries," *Journal of Accounting Research*, 131, Supplement, h. 183-223.
- Allison, P. D, (1977), "Testing for Interaction in Multiple Regression," *American Journal of Sociology*, Vol 83, No. 1, h. 144-153.
- Amihud, Y., dan H. Mendelson, (1986), "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread," *Journal of Financial Economics* 17, h. 223-249.
- Baker, James C., (1988), *International Finance: Management, Markets, and Institutions*, Prentice-Hall, Inc.
- Bapepam, (1996), *Himpunan Peraturan Pasar Modal Indonesia*.
- Barrett, Edgar M., (1994), "Financial Reporting Practices: Disclosure and Comprehensiveness in an International setting," *Journal of Accounting Research* (Spring 1976): h. 10-26.
- Barry, Christopher B. dan Stephen J. Brown, (1995), "Differential Information and the Small Firm Effect," *Journal of Financial Economics*, 13, h. 283-94.
- Beaver, W, (1968), "The The Information Content of Annual Earnings Announcement, Empirical Research in Accounting," *Supplement to Journal of Accounting Research* 6, h. 7-92.
- Block, Stanley B dan Hirt, Geoffrey A, (2000), *Foundations of Financial Management*, International Edition, McGraw-Hill.
- Bloomfield, R, dan R. Libby, (1996), "Market Reactions to Differentially Available Information," *Journal of Accounting Research* 34, h. 183-207.
- _____, Robert, (1996), "The Interdependence of Reporting Discretion and Informational Efficiency in Laboratory Markets," *Accounting Review* (October), Vol. 71 4), October, h. 493-511.
- _____, Robert dan Wilks, T. Jeffrey, (2000), "Disclosure Effects in Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital," *Accounting Review*, January, Vol. 75, h. 13-41.

- Botosan A. Christine, (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *Accounting Review* 72, Juli, h. 323-349.
- Brealey, Richard A; Myers, Stewart C, dan Marcus, Alan J. (1995), *Fundamentals of Corporate Finance*, International Edition, McGraw-Hill, Inc.
- Brennan, M.; dan P. Hughes, (1991). "Stock Prices and the Supply Information," *Journal of Finance* 46 (December), h.1665-1691.
- Brigham, Eugene F, dan Houston, Joel F., (1998), *Fundamentals of Financial Management*, Eight Edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publisher.
- Brooks, R., (1994). "Bid-Ask Spread Components Around Anticipated Announcements," *Journal of Financial Research* 17, Fall, h. 375-386.
- Buzby, Stephen L., (1974). "Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports," *The Accounting Review*, July, h. 423-435.
- Callahan M. Carolyn, Charles M. Lee, dan Teri Lombardi Yohn, (1997), "Accounting Information and Bid-Ask Spreads," *Accounting Horizons* 11, Desember, h. 50-60.
- Chan, Kalok; Chung, Y. Peter; dan Johnson, Herb, (1995). "The Intraday Behavior of Bid-Ask Spreads for NYSE Stocks and CBOE Options," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, h. 329-346.
- Chandra, Gyan, (1974). "A Study as Consensus on Disclosure Among Public Accountants and Security Analyst," *The Accounting Review*, October h. 733-742.
- Chang, Lucia S., Most, Kenneth S., dan Brain, Carlos W., (1983). "The Utility of Annual Reports: An International Study," *Journal of International Business Studies*, (Spring/Summer), h. 63-84.
- Chia, Y.M., (1995). "Decentralization, Management Accounting System (MAS) Information Characteristic and Their Interaction Effects on Managerial Performance: A Singapore Study," *Journal of Business Finance and Accounting*, September, h. 811-830.
- Chiang, Raymond, dan P. C. Venkatesh, (1988). "Insider Holding and Perceptions of Information Asymmetry: A Note," *Journal of Finance* 43, September, h. 1041-1048.
- Clarkson, P., J. Giedes, dan R. Thompson, (1996). "On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Maret, h. 69-84.
- Coles, J., U. Loewenstein, dan J. Suay, (1995). "On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, h. 347-364.
- Coller, Maribeth dan Yohn, Teri Lombardi, (1997). "Management Forecast and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spread," *Journal of Accounting Research* 35 (2), Autumn, h.181-191.
- 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, h. 229-237.
- Copeland, T., dan D. Galai, (1983). "Information Effects on the Bid-Ask Spread," *Journal of Finance* 38, Desember, h. 1457-1469.
- Cotner, John S. dan Fletcher, Harold D., (2000). "Computing the Cost of Capital for Private Held Firm," *American Business Review*, h. 27-33.
- Dalton, John M., (1993), *How the Stock Market Works*, Second Edition, New-York: New York Institute of Finance.
- Dempsey, M.J, (1991). "Modigliani and Miller Again Revisited: The Cost of Capital with Unequal Borrowing and Lending Rates," *Accounting and Business Research*, Vol. 21, h. 221-226.
- Diamond, D. W. (1985). "Optimal Release of Information by Firms," *Journal of Finance* 40, h. 1071-1094.
- _____, D., dan Robert E. Verrecchia, (1991). "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, September, h. 1325-1359.
- Draper, P., dan K. Paudyal, (1997). "Microstructure and seasonality in the UK Equity market," *J business finance and Accounting*, 24 (7) & (8), September, h. 1177-1204.
- Eisenhardt, Kathleen M, (1989). "Agency Theory: An Assessment and Review," *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, h. 57-74.
- Eagle, Robert, dan Joe Lange, (1997). *Measuring, Forecasting and Explaining Time Varying Liquidity Stock Market*, Working Paper, University of California, San Diego.

- Erwin, G. R., dan J. M. Miller, (1998), "The Liquidity Effects Associated with Addition of a stock to the S&P 500 Index: Evidence from Bid-ask spread-Ask Spread," *Financial Review*, Vol. 33, February, h. 131-146.
- Financial Accounting Standards Boards, (1985), *Accounting Standards, Original Pronouncements, Issues Through June 1973*, McGraw-Hill Book Company, New York.
- Fisher, Cathy, (1996), "The Impact of Perceived Environmental Uncertainty and Individual Differences on Management Information Requirements: A Research Note," *Accounting Organization and Society*, Vol. 21, No. 4, h. 361-369.
- Forjan, J. M., dan M. S. McCorry, (1995), "Evidence on the Behavior of Bid-Ask Surrounding Stock Split Announcements," *Journal of Applied Business Research*, Vol. 11(4), Fall, h. 97-103.
- Frankel, R.; M. McNichols; dan G.P. Wilson, (1995), "Discretionary Disclosure and External Financing," *The Accounting Review* (January), Vol. 70, No. 1, h. 135-150.
- Giri, E. F., (1998), "Pengaruh Kebijakan Perubahan Dividen dan Variabel-variabel Penjelasa Terhadap Informasi Asimetri yang diukur Dengan besarnya Bid-ask spread-Ask Spread," Tesis M.Si, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, Tidak diterbitkan.
- Glosten, L. R., dan L. Harris, (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, h. 441-476.
- Govindarajan, V., (1984), "Appropriateness of Accounting Data in Performance Evaluation; An Empirical Examination of Environmental Uncertainty as Intervening Variable," *Accounting Organizations and Society*, Vol. 9, No. 1, h. 33-47.
- Greenstein, M., dan H. Sami, (1994), "The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads," *Accounting Review* 69, Januari, h. 179-199.
- Gujarati, D. N., (1995), *Basic Econometrics*, 3rd ed., Singapore: McGraw-Hill, Inc.
- Hair, Jr., J. F.; R.E. Anderson; R.L. Tatham, dan W. C. Black (1995), *Multivariate data analysis with readings*, Third edition, New York, NY: Micmillan Publishing Co.
- Halim, Abdul dan Hidayat, Nazuhi, (2000), "Studi Empiris Tentang Pengaruh Volume Perdagangan dan Return Terhadap Bid-ask Spread Saham Industri Rokok di Bursa Efek Jakarta Dengan Model Korelasi Kesalahan," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 1, Januari, h. 69-83.
- Hamilton, J., (1991), "The Dealer and Market Concept of Bid-Ask Spread: A Comparison for NASDAQ Stocks," *Journal of Financial Research* 14, Summer, h. 129-139.
- Handa, P., dan S. Linn, (1993), "Arbitrage Pricing with Estimation Risk," *Journal of Financial Economics* Maret, h. 81-100.
- Hartono, Jogianto, (1999), "Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta," SNAIL, Malang.
- Howe, John S. dan Lin, Ji-Chai, (1992), "Dividend Policy And the Bid-Ask Spread: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Research*, Vol. 15, h. 1-10.
- Husnan, Suad, (1998), *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Buku I Edisi 4, BPF, Yogyakarta.
- JASICA (Klasifikasi Industri Jakarta Efek), BEJ
- Jensen, Michael C., dan Meckling, William, H., (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, h. 82-137.
- Kim, O., dan R. Verrecchia, (1994), "Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements," *Journal of Accounting and Economics* 17, Januari, h. 41-67.
- Komalasari, Puput Tri, dan Baridwan, Zaki, (2001), "Asimetri Informasi dan Cost of Capital," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 4, No. 1, h. 64-81.
- Krinsky, I., dan J. Lee, (1996), "Earnings Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread," *Journal of Finance* 51, September, h. 1523-1535.
- Laux, P., (1993), "Trade Sizes and Theories of the Bid-Ask Spread," *Journal of Financial Research* 16, h. 237-249.

- Lee dan Charles, (1993), "Market Fragmentation and Price Execution in NYSE-Listed Securities," *Journal of Finance* 48, h. 1009-1038.
- Lev, B., (1988), "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy," *The Accounting Review* 63 (1), h. 1-22.
- _____, T., (1989), "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions From Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement), h. 153-191.
- Levy, Haim dan Sarnat, Marshall, (1994), *Capital Investment and Financial Decisions*, Fifth Edition, Prentice Hall, Singapore.
- Lundholm, R., (1991), "Public Signals and the Equilibrium Allocation of Private Information," *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn), h. 322-349.
- Mardiyah, Aida Ainul, dan Indriantoro, Nur (2001), "Pengaruh Variabel Akuntansi dan Data Pasar Terhadap Perceived Risk (Risiko Persepsian) saham pada Perusahaan Publik Yang Terdaftar di BEJ," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 4, No. 3, h. 277-302.
- _____, dan Gudono, (2001), "Pengaruh Ketidakpastian Lingkungan dan Desentralisasi Terhadap Karakteristik Sistem Akuntansi Manajemen," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 4, No. 1, h. 1-30.
- Martin, John D.; Pety, William J.; Keown, Arthur J.; dan Scott Jr., David F., (1991), *Basic Financial Management*, Fifth Edition, Prentice Hall International Inc., Singapore.
- McNish, T. dan R. Wood, (1992), "An Analysis of Intraday Patterns in Bid-Ask Spreads for NYSE Stocks," *Journal of Finance* 47, h. 753-64.
- Modigliani, Franco, dan Merton, Miller, (1959), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply," *American Economic Review* (September), h. 655-669.
- Nazaruddin, Ietje, (1998), "Pengaruh Desentralisasi dan Karakteristik Sistem Informasi Akuntansi terhadap Kinerja Manajerial," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1, No. 2, Juli 1998, h. 141-162.
- PACAP (Pasific Basin Capital Market) Research Center dari College of Business Administration The University of Rhode Island, 1992-1997.
- Raman, K., dan N. Tripathy, (1993), "The Effect of Supplemental Reserve-Based Accounting Data on the Market Microstructure," *Journal of Accounting and Public Policy* 12, Summer, h. 113-133.
- Riyanto, Bambang, (1993), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ketiga, Cetakan 16, Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Schoonhoven, C.B., (1981), "Problem Contingency Theories: Testing Assumptions hidden within the Language of Contingency "Theory", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 26, No. 3, h. 349-377. Dikutip dari Chia, Y.M., Decentralization, Management Accounting System (MAS) Information Characteristic and Their Interaction Effects on Managerial Performance: A Singapore Study, " *Journal of Business Finance and Accounting*, September, h. 811-830.
- Sekaran, Uma, (1992), *Research Methods for Business: A Skill Building for Business*, second edition, John Wiley & Sons, Inc, New York Chichester Brisbane Toronto, Singapore.
- Salahi, Roma R. R., (1997), "Pengaruh pengumuman Laporan Keuangan terhadap Perubahan Harga Saham di BEJ," Tesis S2, Universitas Padjajaran, Bandung.
- Singhvi, Surendra S. dan Desai, Harsha, B., (1971), "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure," *The Accounting Review*, January, h. 129-138.
- SMA (Statement Management Accounting), (1992), "Fundamentals of Reporting Information to Managers: Management of Accounting Activities (Statement number 5-B)," CMA (Certified Management Accountant), June, 30.
- Southwood, K.E., (1978), "Substantial Theory and Strategical Interactions: Five Models," *American Journal of Sociology*, Vol. 83, No. 5, h. 1154-1203.
- Stoll, H. R. (1978), "The Supply of Dealer Services in Securities Markets," *Journal of Finance* 33, h. 1133-1151.
- _____, H., (1989), "Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests," *Journal of Finance*, Vol. 44, h. 115-134.
- Stanga, K., (1976), "Disclosure in Published Annual Reports," *Financial Management*, Winter, h. 42-52.
- Subiyantoro, Edy, (1997), "Hubungan Antara Kelengkapan Disclosure Laporan Keuangan Dengan Karakteristik Perusahaan Publik di Indonesia," SNA I, Yogyakarta.

- Sunarmiati, (1999), "Hubungan Antara *Disclosure* Laporan Keuangan Dengan Karakteristik Perusahaan Publik di Indonesia, tesis, UGM, Yogyakarta.
- Susanto, Djoko, (1992), "An Empirical Investigation of The Extent of Corporate Disclosure in Annual Reports Companies Listed on The Jakarta Stock Exchange." Ph.D Dissertation, University of Arkansas.
- Venkatesh, P. C. dan R. Chiang, (1986), "Information Asymmetry and the Dealer's Bid Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcement," *Journal of Finance* 41 (December), h.1089-1102.
- Verrecchia, R., (1982), "The Use of Mathematical Models in Financial Accounting," *Journal of Accounting Research*, h. 1-42.
- Wallace, R.S, Olusegun, Kamal Nazer, dan Aracelu Mora, (1994), "The Relation Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Report and Firm Characteristics in Spain," *Accounting and Business Research*, Vol. 25, No. 97, h. 41-53.
- Waterhouse, J.H, dan P.A Tiessen, (1978), "A Contingency Framework for Management Accounting Systems Research," *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 3, No. 1, h. 65-76.
- Weston, J. Fred dan Copeland, Thomas E, (1996), *Managerial Finance*, 9th ed, The Dryden Press.
- Yamane, Taro, (1973), *Statistic an Introductory Analysis*, Third Edition, Tokyo: Aoyama Gakuin University.

Asimetri Informasi dan *Cost of Equity Capital*

PUPUT TRI KOMALASARI

ZAKI BARIDWAN

Universitas Gadjah Mada

This research examines the association between an information asymmetry and cost of equity capital. The conventional wisdom, it is generally assumed that a company which has a disclosure at a greater extent will reduce the cost of equity capital. An empirical research indicated more disclosure will reduce information asymmetry. This research tries testing if the declining of information asymmetry resulting from the extent of disclosure will bring the effects on declining of the cost of equity capital. Further, the research tries testing the differences of declining level of cost of equity capital as a result of the declining of information asymmetry among relatively small companies and large companies.

The number of companies taken as samples in the research cover about 213 companies, listed at Jakarta Stock Exchange before 1996. The hypothetical test was conducted by implementing cross-sectional method, taking a research periode of 1996. This research adopts Bid ask spread as a basis for measurement of information asymmetry and capital asset pricing model (CAPM) used to estimate the quantity of cost of equity capital. In order to control the size effects, analytical model in the research also utilizes the variables of market values of equity.

As expected, the research showed up the existence of a positive relationship between information asymmetry and cost of equity capital. A controlled-variable, NPSR, also brought effects on the number of cost of equity capital significantly. This fact makes it possible to separate the hypothesis between a large company and a small one.

Separately, the results of testing between small scaled - companies and large scaled-companies indicated real differences at the declining level in term of cost of equity capital. Large companies experience a greater declining cost of equity than small companies. therefore, a large company earned a greater benefit resulting from a greater disclosure, compared from a small company. This results implied that the companies have to improve the quality of their disclosure with the intention that the information asymmetry happening among the market players will declines and so will the cost of equity capital.

Keywords : Bid-ask spread, Capital Asset Pricing Model (CAPM), Cost of Equity Capital, Information Asymmetry.

*Penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada Bp. Jogiyanto Hartono atas bantuan data yang diperlukan dalam riset ini, serta kepada Bp. Suwardjono atas masukan yang telah diberikan.

1. Pendahuluan

Teori keagenan (*agency theory*) mengimplikasikan adanya asimetri informasi antara manajer sebagai agen dan pemilik (dalam hal ini adalah pemegang saham) sebagai prinsipal. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Dikaitkan dengan peningkatan nilai perusahaan, ketika terdapat asimetri informasi, manajer dapat memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada investor guna memaksimalkan nilai saham perusahaan. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan (*disclosure*) informasi akuntansi.

Dalam mekanisme pasar modal, pelaku pasar juga menghadapi masalah keagenan. Partisipan pasar saling berinteraksi di pasar modal guna mewujudkan tujuannya, membeli atau menjual sekuritas. Aktivitas yang mereka lakukan utamanya dipengaruhi oleh informasi yang diterima baik secara langsung (laporan publik) maupun tidak langsung (*insider trading*). Dealer atau *market-makers* sebagai salah satu partisipan pasar modal memiliki daya pikir yang terbatas terhadap persepsi masa yang akan datang, dan menghadapi potensi kerugian ketika berhadapan dengan pedagang terinformasi (*informed traders*) karena mereka tidak memiliki informasi superior sebagaimana pedagang terinformasi. Timbulnya masalah adverse selection ini mendorong dealer untuk menutupi kerugian dari pedagang terinformasi dengan meningkatkan spread-nya terhadap pedagang likuid. Jadi, dapat dikatakan bahwa asimetri informasi yang terjadi antara dealer dan pedagang terinformasi tercermin pada spread yang ditentukannya. Model asimetri informasi tersebut juga mengimplikasikan bahwa pengungkapan publik dari peristiwa yang mengubah asimetri informasi seharusnya disertai dengan penurunan *spread dealer*.

Riset empiris sebelumnya telah memberikan bukti bahwa pengumuman laba (*earnings*) dapat mengurangi asimetri informasi yang diukur dengan bid-ask spread (misalnya, Raman dan Tripathy, 1993; Greenstein dan Sami, 1994; dan Krinsky dan Lee, 1996). Suatu penemuan penting dari riset-riset sebelumnya dapat disimpulkan bahwa, pertama, pengungkapan informasi akuntansi dapat mempengaruhi risiko asimetri informasi¹ sebagaimana yang ditangkap oleh *spread* yang ditetapkan oleh dealer. Kedua, adanya informasi akuntansi yang lebih baik dapat membawa pada penurunan bid-ask spread.

Riset sebelumnya lebih banyak meneliti kaitan antara pengungkapan akuntansi dengan penurunan asimetri informasi yang diukur dengan bid-ask spread. Sedikit sekali penelitian yang meneliti lebih jauh mengenai manfaat penurunan asimetri informasi tersebut. Beberapa penelitian sebelumnya telah menunjukkan bahwa semakin besar asimetri informasi diantara partisipan pasar, akan menghasilkan kos transaksi yang lebih tinggi dan likuiditas yang lebih rendah, sehingga return yang dipersyaratkan oleh investor meningkat dan harga saham menurun. Kebijakan untuk mengurangi asimetri informasi akan meningkatkan likuiditas pasar untuk suatu sekuritas perusahaan. Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa dengan mengungkapkan informasi privat maka tuntutan investor terhadap kompensasi menurun karena kos transaksi turun sehingga komponen adverse selection dari bid-ask spread berkurang dan pada akhirnya cost of equity capital juga turun.

Meskipun tinjauan secara teoretis dan analitis mengenai keterkaitan antara pengungkapan, likuiditas dan *cost of equity capital* cukup signifikan, namun tampaknya sedikit sekali penelitian empiris yang mendukung hal ini. Riset teoretis dan empiris sebelumnya lebih banyak menguji hubungan antara pengungkapan informasi akuntansi dan *cost of capital* secara tidak langsung

¹ Risiko informasi akan dijelaskan pada bagian tinjauan pustaka

(misalnya, Amihud dan Mendelson, 1986; Diamond dan Verrecchia, 1991; dan Handa Linn, 1993). Riset-riset tersebut lebih terfokus pada dampak pengungkapan informasi akuntansi pada variabel-variabel yang diharapkan terkait secara positif dengan *cost of capital*, dan bukan pada *cost of capital* itu sendiri. Penelitian empiris yang berusaha menguji secara langsung antara pengungkapan informasi akuntansi dan *cost of equity capital* adalah Botosan (1997). Ia berupaya menguji apakah pengungkapan akuntansi dapat mengurangi *cost of equity capital*. Ia menetapkan suatu penilaian terhadap pengungkapan yang dilakukan perusahaan dengan menggunakan indeks pengungkapan (*disclosure index*) dan menemukan bahwa semakin besar tingkat pengungkapan akuntansi yang dilakukan oleh perusahaan yang diikuti oleh sedikit jumlah analis, semakin rendah *cost of equity capital*-nya. Namun ia tidak menemukan bukti asosiasi antara ukuran tingkat pengungkapan akuntansi dan *cost of equity capital* untuk perusahaan yang diikuti oleh sejumlah besar analis.

Didasari oleh riset analitis Diamond dan Verrecchia (1991), penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai asimetri informasi dan pengaruhnya terhadap *cost of equity capital* secara langsung. Secara khusus, penelitian ini menguji apakah pengurangan asimetri informasi yang ditangkap oleh naiknya likuiditas pasar dapat menurunkan *cost of equity capital*, dan apakah penurunan *cost of equity capital* pada perusahaan besar lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya tentang likuiditas pasar dan *cost of equity capital* sebagaimana yang diteliti oleh Botosan (1997) dalam beberapa hal. Pertama, penelitian ini berupaya melihat dampak asimetri informasi yang diukur dengan perubahan likuiditas pasar terhadap *cost of equity capital*. Jadi, penelitian ini berupaya untuk menguji secara empiris rerangka analitis yang telah dikembangkan oleh Diamond dan Verrecchia (1991). Kedua, penelitian ini menguji pengaruh pengungkapan informasi akuntansi terhadap *cost of equity capital* melalui pengukuran penurunan asimetri informasi yang diukur dengan bid-ask spread, sedangkan Botosan (1997) menguji hubungan tingkat pengungkapan akuntansi yang diukur dengan indeks pengungkapan (*disclosure index*) terhadap *cost of equity capital*. Ketiga, penelitian ini memasukkan sampel dari berbagai industri, sedangkan Botosan (1997) mengambil sampel hanya dari satu industri saja yaitu industri mesin (*machinery industry*).

Hasil riset ini mempunyai implikasi penting bagi perusahaan dan badan penetap standar (IAI) serta Bapepam. Bagi perusahaan, penurunan *cost of equity capital* yang timbul dari menurunnya asimetri informasi di antara pelaku pasar (investor) dapat mendorong mereka untuk membuat suatu kebijakan pengungkapan informasi akuntansi yang lebih baik. Ditinjau dari sisi badan penetap standar (IAI), hasil riset ini mengimplikasikan agar mulai digali dan dipertimbangkan untuk membuat suatu pedoman pengungkapan informasi akuntansi yang lebih akomodatif yang sesuai dengan kondisi di Indonesia. Sementara itu, implikasi riset ini terhadap Bapepam adalah mendorong Bapepam untuk lebih menertibkan aturan-aturan mengenai pengungkapan informasi akuntansi serta lebih memperketat praktik penyampaian informasi akuntansi oleh perusahaan ke masyarakat. Hal ini perlu dilakukan mengingat sampai saat ini masih banyak perusahaan yang belum melaksanakan aturan mengenai penyampaian informasi akuntansi secara sungguh-sungguh, khususnya informasi yang bersifat kualitatif.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Asimetris Informasi dan Likuiditas

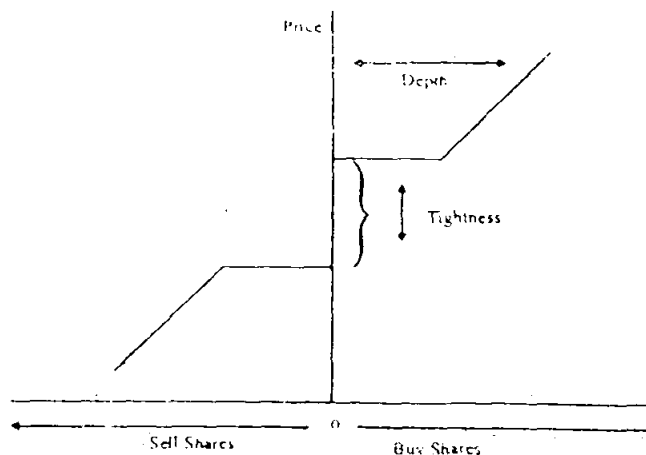
Perspektif asimetri informasi mengimplikasikan bahwa manajer berupaya untuk mengurangi asimetri informasi guna memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara yang dikehendakinya (*opportunistic*). Ketika terdapat asimetri informasi, keputusan pengungkapan yang dibuat oleh manajer dapat mempengaruhi harga saham karena asimetri informasi antara investor yang lebih informed dan kurang informed akan menimbulkan kos transaksi dan mengurangi likuiditas dalam pasar untuk saham suatu perusahaan. Gonedes (1980) mengungkapkan bahwa regulasi pengungkapan mempunyai potensi untuk mengurangi asimetri informasi.

Pengukuran tingkat asimetri informasi seringkali diproksi dengan likuiditas. Likuiditas dalam suatu pasar mempunyai berbagai definisi dan interpretasi. Pengertian likuiditas yang paling sederhana adalah kemampuan untuk melakukan transaksi tanpa mengeluarkan biaya yang signifikan. Kyle sebagaimana yang dikutip oleh Engle dan Lange (1997) memecah likuiditas ke dalam 3 komponen, yaitu kerapatan (*tightness*), kedalaman (*depth*), dan resiliensi (*resiliency*). Kerapatan mengacu pada perbedaan harga transaksi dari harga efisien, yaitu harga yang seharusnya terjadi dalam kondisi ekuilibrium. Pedagang efek seringkali menetapkan harga bid dan ask sedikit di atas dan di bawah penilaian aset ekuilibrium. Suatu pasar yang mempunyai likuiditas yang sempurna berkaitan dengan kerapatan hanya akan terjadi bila spread yang terjadi antara bid dan ask yang ditetapkan adalah nol, sehingga pedagang dapat membeli dan menjual pada harga yang sama. Komponen kerapatan ini seringkali disebut dengan bid-ask spread.

Komponen kedua dari likuiditas adalah kedalaman (*depth*), yaitu volume yang diperdagangkan pada tingkat harga yang terjadi. Secara teknis, bid depth adalah jumlah saham yang akan dibeli oleh spesialis atau dealer pada current bid price, sedangkan ask depth adalah jumlah saham yang akan dijual oleh spesialis atau dealer pada current ask price. Berdasarkan perspektif likuiditas pasar, depth menunjukkan jumlah saham yang dapat diperdagangkan dengan tidak berpengaruh terhadap harga pasar. Secara grafik, kedua komponen likuiditas dapat dilihat pada gambar 1.

GAMBAR 1

Dua Komponen Likuiditas



(Engle dan Lange, 1997)

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

2.2. Teori Bid Ask Spread

Literatur mikrostruktur mengenai bid-ask spread menyatakan bahwa terdapat suatu komponen spread yang turut memberikan kontribusi terhadap kerugian yang dialami dealer ketika bertransaksi dengan pedagang terinformasi. Komponen tersebut adalah sebagai berikut:

1. Kos pemrosesan pesanan (*order processing cost*), terdiri dari biaya yang dibebankan oleh pedagang sekuritas (efek) atas kesiapannya mempertemukan pesanan pembelian dan penjualan, dan kompensasi untuk waktu yang diluangkan oleh pedagang sekuritas guna menyelesaikan transaksi.
2. Kos penyimpanan sediaan (*inventory holding cost*), yaitu kos yang ditanggung oleh pedagang sekuritas untuk membawa persediaan saham agar dapat diperdagangkan sesuai dengan permintaan.
3. *Adverse selection component*, menggambarkan suatu upah (reward) yang diberikan kepada pedagang sekuritas untuk mengambil suatu risiko ketika berhadapan dengan investor yang memiliki informasi superior. Komponen ini terkait erat dengan arus informasi di pasar modal.

Berkaitan dengan bid-ask spread, fokus perhatian akuntan adalah pada komponen adverse selection karena berhubungan dengan penyediaan informasi ke pasar modal. Beberapa riset yang dilakukan, misalnya Bagehot dan Easley dan O'Hara sebagaimana yang dikutip oleh Callahan dkk (1997) telah mengembangkan model teoretis yang menghubungkan arus informasi terhadap bid-ask spread. Premis yang diajukan adalah bahwa sebagian investor memiliki lebih banyak informasi mengenai nilai saham dibandingkan pedagang sekuritas (dealer). Pedagang efek (dealer) mengetahui bahwa "informed" investor ini hanya akan berdagang jika dipandang menguntungkan bagi mereka. Disisi lain, pedagang sekuritas juga mengetahui bahwa ia akan memperoleh keuntungan bila berdagang dengan investor yang kurang "informed" (*uninformed trader*).

Model ini menyatakan bahwa pedagang sekuritas menetapkan bid-ask spread sedemikian rupa sehingga keuntungan yang diharapkan dari pedagang tidak terinformasi dapat menutup kerugian dari pedagang terinformasi. Oleh karena itu, komponen adverse selection dari spread ini akan lebih besar ketika pedagang sekuritas merasakan bahwa kecenderungan untuk berdagang dengan pedagang terinformasi lebih besar, atau ketika ia meyakini bahwa pedagang terinformasi memiliki informasi yang lebih akurat. Dalam kondisi ini, maka komponen *adverse selection* dari bid-ask spread merefleksikan tingkat risiko asimetri informasi yang dirasakan oleh pedagang sekuritas. Jadi, ketika pedagang sekuritas berdagang dengan pedagang terinformasi maka biaya transaksi meningkat, dan adanya asimetri informasi ini akan membawa pada bid-ask spread yang lebih besar.

Pembahasan lebih lanjut mengenai spread dikemukakan oleh Cohen dkk (1986) dan Hamilton (1991). Cohen dkk (1986) menekankan bahwa riset mengenai kos transaksi kos kesegeraan (*immediacy cost*) harus membedakan antara spread dealer dan spread pasar. Ia menjelaskan bahwa *spread dealer* untuk suatu saham merupakan perbedaan harga bid dan ask yang ditentukan oleh

dealer secara individual ketika ia hendak memperdagangkan saham tersebut, sedangkan spread pasar untuk suatu saham merupakan perbedaan harga bid tertinggi dan ask terendah di antara beberapa dealer yang sama-sama melakukan transaksi untuk saham tersebut. Berdasarkan perbedaan tersebut, maka spread pasar dapat lebih kecil dibandingkan dengan spread dealer.

Berkaitan dengan kedua jenis spread tersebut, tidak semua bursa efek dapat mengobservasi kedua-duanya. Dealer atau spesialis di New York Stock Exchange (NYSE) tidak hanya menjalankan tugas sebagai dealer atau spesialis semata-mata, tetapi juga menjalankan profesi sebagai broker. Cohen dkk (1986) menyatakan bahwa spread spesialis di NYSE merupakan spread pasar, bukan spread dealer, karena spesialis seringkali berdagang tidak berdasarkan posisi persediaan sekuritas mereka tetapi berdagang untuk memenuhi suatu pesanan pada harga yang ditetapkan oleh pemesan. Akibatnya, spread dealer (spesialis) di NYSE tidak dapat diobservasi. Spread dealer akan dapat diamati dalam mekanisme perdagangan di bursa paralel (misalnya NASDAQ) karena dealer di bursa paralel hanya berprofesi tunggal sebagai dealer dan tidak sebagai broker.

Bursa Efek Jakarta (BEJ), sebagaimana di NYSE, juga mengalami kesulitan untuk mengobservasi spread dealer karena dealer juga berprofesi ganda sebagai broker. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan spread pasar dengan alasan bahwa spread dealer adalah unobservable di BEJ.

2.3. Riset-Riset Terkait

Beberapa penelitian teoretis telah dilakukan sehubungan dengan arus informasi. Verrecchia (1982) telah mengembangkan suatu model formal untuk menangkap dampak informasi laba terhadap asimetri informasi. Ia menyimpulkan bahwa peningkatan informasi publik akan menurunkan jumlah pencarian informasi privat yang mahal. Dalam modelnya, Verrecchia (1982) menyatakan bahwa keberadaan informasi laba akan membawa pada penurunan asimetri informasi dalam pasar saham. Diamond dan Verrecchia (1991) mengutip dari Diamond yang menunjukkan bahwa penerbitan informasi publik akan mengurangi insentif bagi investor untuk memperoleh keuntungan semaksimal mungkin. Munculnya tindakan antisipasi ini telah meningkatkan asimetri informasi sebelum pengumuman laba. Kim dan Verrecchia (1994) juga mengembangkan model asimetri informasi dan menunjukkan bahwa peningkatan asimetri informasi disekitar tanggal pengumuman berasosiasi dengan perbedaan kemampuan investor dalam memproses informasi laba. Secara khusus, mereka memprediksi bahwa adanya perbedaan kemampuan investor dalam memproses informasi akan meningkatkan asimetri informasi segera setelah pengumuman laba.

Penelitian empiris mengenai dampak pengungkapan informasi terhadap asimetri informasi juga telah banyak dilakukan. Mayoritas penelitian-penelitian tersebut menggunakan pengumuman laba sebagai proksi dari pengungkapan. Hal ini tidak terlepas dari kerja Beaver (1968) yang meneliti kegunaan laba untuk pengambilan keputusan investasi bagi investor, sehingga banyak muncul riset akuntansi yang menguji kegunaan laba dalam menjelaskan return. Penelitian-penelitian yang terbaru telah menunjukkan bahwa pengumuman laba tidak hanya mempengaruhi return pasar, namun juga dapat mengurangi asimetri informasi di pasar modal (Lev, 1989). Lee dkk, sebagaimana dikutip oleh Callahan dkk (1997), telah menunjukkan bahwa terdapat peningkatan bid-ask spread pada empat hari sebelum sampai sehari setelah pengumuman laba. Secara umum, penelitian-penelitian empiris mengenai asimetri informasi menyimpulkan bahwa pengumuman laba akan mengurangi asimetri informasi (Raman dan Tripathy, 1993; Brooks, 1994; dan Krinsky dan Lee, 1996).

Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa pengungkapan akuntansi benar-benar dapat mempengaruhi asimetri informasi yang ditangkap oleh bid-ask spread, dan penyajian informasi akuntansi yang lebih baik dapat mengurangi bid-ask spread. Dengan kata lain, ceteris paribus, lebih rendah bid-ask spread dan/atau lebih tinggi volume perdagangan menunjukkan likuiditas yang makin tinggi.

2.4. Pengungkapan Informasi Akuntansi, Asimetri Informasi dan *Cost of Equity Capital*

Sedikit sekali penelitian yang menghubungkan pengungkapan, likuiditas dan *cost of equity capital*. Diamond dan Verrecchia (1991) mengembangkan suatu model analitis yang meneliti sebab dan akibat dari likuiditas sekuritas, dampaknya pada harga sekuritas dan *cost of capital*. Keduanya mengidentifikasi bahwa penurunan asimetri informasi akan menurunkan *cost of capital*. Riset analitis lainnya diantaranya dilakukan oleh Handa dan Linn (1992), Coles dkk (1995) dan Clarkson dkk (1996). Mereka menyimpulkan bahwa lebih besar pengungkapan yang dilakukan maka *cost of equity capital* akan menurun dengan menurunnya estimasi risiko yang tidak dapat didiversifikasi.

Riset empiris mengenai pengungkapan dan *cost of equity capital* juga sangat terbatas. Riset yang terbaru dilakukan oleh Botosan (1997) yang meneliti dampak tingkat pengungkapan terhadap *cost of equity capital*. Ia menguji asosiasi tingkat pengungkapan dan *cost of equity capital* dengan meregresi estimasi *cost of equity capital* atas beta pasar, ukuran perusahaan dan ukuran tingkat pengungkapan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa untuk perusahaan yang diikuti oleh sebagian kecil analis, semakin besar tingkat pengungkapannya akan diasosiasikan dengan *cost of equity capital* yang lebih rendah, sedangkan untuk perusahaan yang diikuti oleh sebagian besar analis menunjukkan tidak terdapat asosiasi antara tingkat pengungkapan dengan *cost of equity capital*. Lebih jauh dinyatakan bahwa hasil yang terakhir kemungkinan disebabkan karena ukuran pengungkapan yang digunakan terbatas pada laporan tahunan, sehingga tidak memberikan proksi yang cukup kuat untuk keseluruhan tingkat pengungkapan.

Ditinjau dari proksi asimetri informasi, yaitu bid-ask spread, komponen yang secara langsung terkait dengan signaling adalah adverse information. Jika investor dan manajer tidak sepakat terhadap distribusi probabilitas return, maka dealer sekuritas akan terekspose terhadap risiko berdagang dengan investor yang memiliki informasi superior. Dealer melindungi dirinya dari perdagangan yang termotivasi oleh informasi tersebut dengan memperlebar spread.

Ketika terdapat asimetri informasi, semua investor akan berhadapan dengan bid-ask spread yang lebih besar dan kemungkinan berada pada sisi yang salah dalam perdagangan. Akibatnya, mereka akan mengharapkan return yang lebih tinggi sebagaimana ditunjukkan oleh Chiang dan Venkantesh (1988). Mengingat adverse selection mempengaruhi semua perdagangan, maka manajer menggunakan signaling untuk mengurangi tingkat asimetri informasi dan untuk mengurangi *cost of capital*. Signaling dapat menjadi cara yang efektif bagi manajer untuk meminimalkan *cost of capital*.

2.5. Pengembangan Hipotesis

Secara teoretis, Amihud dan Mendelson (1986) menyatakan bahwa *cost of equity capital* akan lebih besar untuk sekuritas dengan bid-ask spread yang lebih lebar karena investor memerlukan return yang lebih tinggi guna menutupi tambahan kos transaksi yang ditanggungnya. Pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan dapat mengurangi kos adverse selection dari bid-ask spread (asimetri informasinya turun) sehingga *cost of equity capital* juga turun.

Diamond dan Verrecchia (1991) menguraikan bahwa jika harga sekuritas pada tanggal t lebih tinggi (*cost of capital*-nya lebih rendah) karena adanya pengungkapan informasi privat maka pasar akan menjadi lebih likuid pada tanggal $t+1$. Hal ini menyebabkan pedagang besar mengambil posisi yang lebih besar pada tanggal t dengan harga tertentu. Peningkatan permintaan ini menyebabkan harga saham meningkat pada tanggal t , sehingga *cost of capital*-nya menurun. Lebih jauh, mereka menyatakan bahwa lebih banyak pengungkapan informasi akuntansi yang dilakukan maka jumlah informasi yang dinyatakan oleh suatu perdagangan besar akan berkurang sehingga mengurangi dampak kerugian harga. Akibatnya, investor berkeinginan untuk mengambil posisi yang lebih

besar dalam saham perusahaan tertentu dibandingkan saham yang lain. Hal ini akan meningkatkan permintaan terhadap sekuritas perusahaan tersebut dan meningkatkan harga saham perusahaan, sehingga *cost of equity capital* akan menurun. Semua perusahaan memperoleh keuntungan dari peningkatan pengungkapan yang mengurangi asimetri informasi.

Kim dan Verrecchia (1994) telah membuat model hubungan likuiditas pasar dan pengumuman laba. Keduanya menguraikan bahwa pengumuman laba secara publik 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 asimetri informasi meningkat), maka pasar menjadi kurang likuid. Penurunan likuiditas dan peningkatan asimetri informasi ini akan membawa pada kos transaksi yang tinggi, sehingga *cost of equity capital* juga meningkat.

H_1 : Terdapat hubungan positif antara asimetri informasi dengan *cost of equity capital*.

Berkaitan dengan ukuran perusahaan, Diamond dan Verrecchia (1991) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar, dengan total risiko yang ditanggung oleh investor lebih besar, akan mendapatkan keuntungan per saham yang terbesar (dalam hal peningkatan nilai saham) sebagai hasil dari peningkatan pengungkapan. Semakin besar ukuran perusahaan, maka harga sekuritas perusahaan tersebut semakin tergantung pada keluasan daya serap pasar. Bagi perusahaan besar, ia perlu menarik investor institusional karena mereka diharapkan akan memegang sekuritas perusahaan dalam jumlah besar dan membuat perdagangan yang besar sehingga likuiditas sekuritas meningkat. Daya serap yang besar dari investor institusional ini akan memberikan keuntungan yang lebih besar ketika perusahaan mengurangi asimetri informasi dengan menerbitkan suatu pengungkapan sehingga penurunan *cost of equity capital*-nya juga lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

H_2 : Ceteris paribus, penurunan (kenaikan) *cost of equity capital* untuk perusahaan berukuran besar sebagai akibat dari penurunan (kenaikan) asimetri informasi lebih besar dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil.

3. Metode Penelitian

3.1. Ukuran Asimetri Informasi

Satu masalah yang dihadapi ketika mengukur asimetri informasi adalah bahwa tingkat asimetri informasi diantara partisipan pasar tidak dapat diobservasi secara langsung. Pengukuran terhadap asimetri informasi seringkali diproksi dengan bid-ask spread. Beberapa penelitian empiris telah menyelidiki keterkaitan informasi akuntansi dan bid-ask spread, antara lain Greenstein dan Sami (1994), Krinsky dan Lee (1996), dan Raman dan Tripathy (1993). Secara umum penelitian-penelitian tersebut menemukan bahwa ketersediaan informasi akuntansi dapat mengurangi bid-ask spread. Namun demikian, penggunaan bid-ask spread sebagai proksi asimetri informasi dalam praktik mengalami 4 kelemahan:

1. Spread diasosiasikan dengan kos pemrosesan pesanan dan kos penyimpanan sediaan yang dihadapi oleh pedagang sekuritas (Stoll, 1989). Masalah kesalahan dalam variabel ini menimbulkan bias uji statistik yang mengarah ke nilai nol, dan hal ini tidak mudah untuk diatasi.
2. Bid-ask spread yang dapat diobservasi mengalami perbedaan secara institusional karena

persentase spread (dalam harga saham) utamanya merupakan fungsi dari tingkat harga saham.

3. Bid-ask spread tidak terlalu sensitif terhadap perubahan lingkungan informasi (misalnya Morse dan Ushman, 1983).
4. 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 ini, Callahan dkk (1997), sebagaimana dikutip dari Lee dkk, menunjukkan bahwa adalah mungkin untuk menarik kesimpulan yang tidak ambigu mengenai pergeseran likuiditas pasar jika perubahan spread dikombinasikan dengan kedalaman pasar (*market depth*).

Penelitian ini mengukur asimetri informasi dengan menggunakan relative bid ask spread yang dioperasionalisasi sebagai:

$$SPREAD_{it} = (ask_{it} - bid_{it}) / ((ask_{it} + bid_{it}) / 2) \times 100 \quad (1)$$

Guna mengatasi kelemahan *bid-ask spread* sebagaimana dikemukakan di atas, penelitian ini melakukan penyesuaian terhadap ukuran *SPREAD* dengan mengontrol kos pemrosesan pesanan dan kos penyimpanan sediaan. Berdasarkan riset Stoll (1978), ia menyatakan bahwa kos penyimpanan sediaan dan kos pemrosesan pesanan dapat diproksi dengan volume perdagangan, varians *return*, dan harga saham, sehingga riset ini memasukkan volume perdagangan (*TRANS*), varians *return* (*VAR*) dan harga transaksi (*PRICE*). Sebagaimana yang disarankan oleh Lee dkk (1994), maka penelitian ini juga memasukkan suatu ukuran kedalaman (*depth*) dalam menghitung *bid-ask spread*. Jadi, model untuk menyesuaikan *spread* adalah:

$$SPREAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PRICE_{it} + \alpha_2 TRANS_{it} + \alpha_3 VAR_{it} + \alpha_4 DLPTH_{it} + ADJSPREAD_{it} \quad (2)$$

Keterangan:

- Ask_{it} : harga ask tertinggi saham perusahaan i yang terjadi pada hari t
 Bid_{it} : harga bid terendah saham perusahaan i yang terjadi pada hari t
 PRICE_{it} : harga penutupan (*closing price*) saham perusahaan i pada hari t di setiap hari dalam *event windows*.
 TRANS_{it} : jumlah transaksi (volume) suatu saham perusahaan i pada hari t dalam tiap-tiap hari *event windows*.
 VAR_{it} : varian *return* harian selama periode penelitian pada saham perusahaan i dan hari ke t. *Return* harian merupakan persentase perubahan harga saham pada hari ke t dengan harga saham pada hari sebelumnya (t-1).
 DEPTH_{it} : rata-rata jumlah saham perusahaan i dalam semua *quotes* (jumlah saham yang tersedia pada ask ditambah jumlah yang tersedia pada saat bid dibagi 2) selama setiap hari t dalam *event windows*.
 ADJSPREAD_{it} : *residual error* yang digunakan sebagai ukuran *SPREAD* yang telah disesuaikan (*adjusted spread*) dan digunakan sebagai proksi asimetri informasi untuk perusahaan i pada hari ke t².

² Penggunaan *residual error* sebagai proksi asimetri informasi juga dilakukan oleh Bartov dan Bodnar (1996). Hanya saja, ukuran asimetri informasi yang digunakan adalah volume perdagangan yang didasarkan pada perputaran saham tahunan, dan variabel kontrol yang dimasukkan hanya satu, yaitu variabilitas *earnings*.

3.2. Estimasi *Cost of Equity Capital*

Estimasi *cost of equity capital* dilakukan dengan menggunakan pendekatan *capital asset pricing model* (CAPM), yaitu:

$$CEC_{it} = R_f + \beta_i(R_{Mt} - R_f) \quad (3)$$

R_f adalah *return* bebas risiko yang diproksi dengan tingkat bunga SBI 1 bulan, R_{Mt} adalah *return* pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari t ditambah IHSG pada hari $t-1$ dibagi dengan IHSG pada hari $t-1$, dan β_i adalah risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan i . Nilai β_i (risiko tidak sistematis) diperoleh melalui regresi model pasar dengan periode estimasi selama 120 hari sebelum *event windows*.

Berkaitan dengan estimasi beta sebagai pengukur volatilitas antara return suatu sekuritas dengan return pasar, Hartono (1999) menyatakan bahwa pasar modal BEJ tergolong *thin market*, artinya bahwa transaksi perdagangannya masih tipis atau jarang terjadi. Kondisi ini akan menimbulkan perhitungan beta yang bias disebabkan oleh adanya perdagangan yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*). Adanya bias beta di pasar modal BEJ ditunjukkan oleh Hartono (1999), yaitu dilihat dari rata-rata beta dari 74 perusahaan sebesar 0,0676 (signifikan pada level 1%).

Tindakan yang dapat dilakukan untuk mengatasi bias beta sekuritas ini adalah dengan melakukan koreksi. Menurut hasil penelitian Hartono (1999), metode pengkoreksian yang terbaik adalah Fowler dan Rorke karena metode tersebut menggunakan bobot dalam mengalikan koefisien regresinya. Rumus koreksi beta dengan metode Fowler dan Rorke dengan menggunakan empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*) adalah:

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_1^{*n}(RM_{t-n}) + \beta_1(R_{Mt}) + \beta_1^{*n}(RM_{t+n}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Dimana:

- R_{it} : return saham i pada hari t
- RM_{t-n} : return pasar pada periode lag $t-n$
- RM_{t+n} : return pasar pada periode lead $t+n$

Return harian masing-masing sekuritas dihitung sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (5)$$

Guna menentukan faktor pembobot dalam pengkoreksian beta, maka langkah pertama yang dilakukan adalah dengan mencari korelasi serial (ρ) dari regresi return pasar dengan return pasar periode sebelumnya, yaitu:

$$R_{Mt} = \alpha_1 + \rho_1(R_{Mt-n}) + \varepsilon_{1t} \quad (6)$$

Koefisien ρ tersebut digunakan sebagai faktor penentuan bobot dalam mengkoreksi beta dalam koefisien regresi. Penentuan bobot dengan lag 4 dan lead 4 dihitung dengan rumus:

Besarnya beta koreksian diperoleh dengan penjumlahan beta yang dikalikan dengan bobot untuk masing-masing periode, yaitu:

$$\begin{aligned}
 W_1 &= \frac{1+2\rho_1+2\rho_2+2\rho_3+\rho_4}{1+2\rho_1+2\rho_2+2\rho_3+2\rho_4} \\
 W_2 &= \frac{1+2\rho_1+2\rho_2+\rho_3+\rho_4}{1+2\rho_1+2\rho_2+2\rho_3+2\rho_4} \\
 W_3 &= \frac{1+2\rho_1+\rho_2+\rho_3+\rho_4}{1+2\rho_1+2\rho_2+2\rho_3+2\rho_4} \\
 W_4 &= \frac{1+\rho_1+\rho_2+\rho_3+\rho_4}{1+2\rho_1+2\rho_2+2\rho_3+2\rho_4} \\
 \beta_1 &= W_n \cdot \beta_1^n + \beta_1^0 + W_n \cdot \beta_1^{-n} \quad (7)
 \end{aligned}$$

3.3. Data dan Pemilihan Sampel

Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pengujian hipotesis dilakukan secara cross sectional dengan mengambil periode penelitian tahun 1996 dengan alasan bahwa pada tahun tersebut jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ sudah cukup besar dan belum terpengaruh oleh dampak krisis ekonomi pada tahun 1997. Pengambilan sampel dilakukan secara purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut: sampel telah terdaftar di BEJ sebelum tahun 1996, perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan auditan untuk periode 1996 serta tercatat dalam daftar monitoring laporan keuangan perusahaan yang terdapat di Bapepam, sampel mempunyai laporan keuangan yang berakhir per 31 Desember, data transaksi harian sekuritas perusahaan sampel terdapat di UGM database

Data mengenai pengumuman laba tahunan diperoleh dari data monitoring laporan keuangan yang dikeluarkan oleh Bapepam dan dari harian Bisnis Indonesia. Data transaksi harian berupa volume perdagangan, harga saham, bid price, ask price, bid volume dan ask volume diperoleh dari UGM database dan dilengkapi dari Daftar Kurs Efek (DKF) yang diterbitkan oleh BEJ.

Berdasarkan hasil penyaringan berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, maka jumlah perusahaan yang diambil sebagai sampel sebanyak 215 perusahaan. Guna menguji hipotesis kedua, jumlah sampel dibagi menjadi tiga dan diambil portofolio perusahaan besar dan kecil. Masing-masing portofolio terdiri dari 71 perusahaan yang telah dikelompokkan berdasarkan besarnya nilai kapitalisasi pasar perusahaan.

3.4. Model Analisis

Pengujian masing-masing hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Persamaan yang digunakan untuk menguji masing-masing hipotesis adalah sebagai berikut:

$$CEC = \alpha_0 + \alpha_1 ADJSPREAD + \alpha_2 NPSR + \varepsilon \quad (8)$$

Model persamaan regresi di atas tidak memasukkan variabel BETA sebagaimana Botosan (1997) karena estimasi cost of equity capital dalam penelitian ini menggunakan capital asset pricing model yang telah memasukkan unsur BETA. Guna mengontrol "size effect", maka pengujian terhadap cost of equity capital juga memasukkan unsur nilai pasar perusahaan NPSR. Desain empiris yang digunakan untuk menguji hipotesis pertama adalah melakukan regresi terhadap persamaan (8) pada saat pengumuman laporan keuangan tahunan dengan event window 11 hari. Hasil yang diekspektasi dari persamaan (8) tersebut adalah nilai α_1 yang lebih besar dari nol.

Guna menguji hipotesis kedua maka persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis pertama digunakan kecuali untuk variabel nilai pasar perusahaan (NPSR). Jadi, persamaannya adalah sebagai berikut:

$$CEC = \beta_0 + \alpha_1 ADJSPREAD + \varepsilon \quad (9)$$

Analisis dilakukan dengan melakukan regresi atas persamaan (9) untuk sampel perusahaan besar dan untuk perusahaan kecil. Guna mengklasifikasikan sampel menjadi besar dan kecil, sampel terlebih dahulu diranking berdasarkan rata-rata kapitalisasi pasar selama *event window*. Berdasarkan ranking tersebut, kemudian sampel dibagi menjadi 3. Perusahaan yang berada pada ranking 1 tertinggi dikategorikan sebagai perusahaan besar, sedangkan perusahaan yang berada pada kelompok 3 terendah dikategorikan sebagai perusahaan kecil. Dari masing-masing kelompok kemudian diuji secara terpisah dan dibandingkan masing-masing koefisien regresinya. Berdasarkan koefisien yang diperoleh dari hasil regresi kemudian dihitung maka di uji dengan menggunakan t-test yang dikembangkan oleh Hartono (1997). Uji signifikansi t-test dilakukan dengan membandingkan antara t beda dua koefisien dengan nilai tabel. Hipotesis kedua diterima jika t hitung lebih besar dari t tabel. Formula untuk memperoleh t hitung adalah sebagai berikut:

$$t = \frac{\hat{\beta}_1^{(1)} - \hat{\beta}_1^{(2)}}{\sqrt{\frac{SSE^{(1)} + SSE^{(2)}}{df^{(1)} + df^{(2)}} \cdot \left[\frac{(\hat{\beta}_1^{(1)})^2 \cdot (df^{(1)})}{(t^{(1)})^2 \cdot (SSE^{(1)})} + \frac{(\hat{\beta}_1^{(2)})^2 \cdot (df^{(2)})}{(t^{(2)})^2 \cdot (SSE^{(2)})} \right]}} \quad (10)$$

Keterangan:

- $\hat{\beta}_1^{(1)}$ dan $\hat{\beta}_1^{(2)}$ = parameter of estimate untuk regresi pertama dan kedua.
- $SSE^{(1)}$ dan $SSE^{(2)}$ = sum of squared errors regression pertama dan kedua.
- $df^{(1)}$ dan $df^{(2)}$ = degree of freedom regresi pertama dan kedua.
- $t^{(1)}$ dan $t^{(2)}$ = t-statistik hasil regresi pertama dan kedua.

4. Analisis dan Hasil Penelitian

Berikut ini disajikan deskriptif statistik untuk seluruh sampel dan sampel yang telah dipisah berdasarkan ukuran perusahaan.

TABEL 1

Deskriptif Statistik

Jenis Pengujian	Variabel	Nilai Rata-rata	Deviasi Standar	Jumlah Perusahaan
Hipotesis 1	CEC	3.190870	11.095584	213
	ADJSPREAD	3.83E-15	61.631162	
	NPSR	9.29E+11	2.92E+12	
Hipotesis 2	CEC kecil	5.996787	10.214188	71
	CEC besar	0.89067	12.557461	
	ADJSPREAD kecil	-1.61E-14	76.858748	
	ADJSPREAD besar	-3.06E-14	40.701817	

Keterangan:

CEC : *Cost of equity capital*

ADJSPREAD : proksi asimetri informasi yang diperoleh dari persamaan 2.

NPSR : ukuran perusahaan, yaitu nilai kapitalisasi ekuitas perusahaan yang dihitung sebagai jumlah lembar saham yang beredar dikalikan harga penutupan.

Kecil : ukuran perusahaan kecil.

Besar : ukuran perusahaan besar.

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa rata-rata nilai *cost of equity capital* perusahaan kecil lebih besar dibandingkan perusahaan besar, sedangkan ADJSPREAD yang merupakan proksi asimetri informasi memiliki nilai yang lebih kecil untuk perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini konsisten dengan hipotesis kedua, yaitu bahwa asimetri informasi untuk perusahaan besar lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil, sehingga *cost of equity capital* perusahaan besar lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil.

Sebelum menguji hipotesis pertama, terlebih dahulu diuji asumsi klasik terhadap sampel yang terpilih. Hasil pengujian terhadap asumsi multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 2 yang menunjukkan nilai VIF dan CI yang jauh dibawah batas indikasi terjadinya multikolinieritas, yaitu masing-masing 10 dan 30.

TABEL 2

Uji Asumsi Multikolinieritas

Variabel	VIF	CI
ADJSPREAD	1,005	1,145
NPSR	1,005	1,379

Keterangan

VIF = *variance inflation factor*CI = *conditional index*

Pengujian asumsi hetroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode Glesjer yaitu dengan meregresi nilai absolut residual error yang diperoleh dari persamaan 8 terhadap inversi dari masing-masing variabel independen. Hasil uji asumsi ini dapat dilihat di tabel 3.

TABEL 3

Uji Asumsi Heteroskedastisitas

$$|\hat{u}_1| = \beta_1 + \beta_2 \frac{1}{\text{ADJSPREAD}} + \beta_3 \frac{1}{\text{NPSR}} + v_1$$

Variabel	Koefisien	t statistik	p-value	signifikan
PERADJSP	-0,05432	-0,406	0,685	Ts
PERNPSR	73470503	0,015	0,988	Ts

Keterangan:

| \hat{u}_1 | nilai absolut dari *residual error* yang diperoleh dari regresi persamaan 8

PERADJSP 1/ADJSPREAD

PERNPSR 1/NPSR

Ts = tidak signifikan

Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa nilai koefisien PERADJSP adalah (0,05432) dan tidak signifikan pada derajat kesalahan 5%, sedangkan nilai koefisien variabel PERNPSR adalah 73470503 dengan p-value 0,988. Keduanya menunjukkan nilai t yang tidak signifikan secara statistik. Kondisi ini memberi petunjuk bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam desain riset ini.

Hasil pengujian terhadap hipotesis pertama dapat dilihat dalam tabel 4. Uji model terhadap hipotesis pertama menunjukkan bahwa model yang dimasukkan sudah cukup baik. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi F test sebesar 0,000.

TABEL 4

Pengujian Hipotesis 1

$$CEC = \alpha_0 + \alpha_1 ADJSPREAD + \alpha_3 NPSR + \epsilon$$

Variabel	Koefisien	T Statistik	p-value	Tanda yg diprediksi	R ²	F test
Konstanta	3.461	14.383	0.000			
ADJSPREAD	0.0081	2.173	0.030	-	0.08	9.799
NPSR	-2.902E-13	-3.691	0.000	...		

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa koefisien ADJSPREAD adalah lebih besar dari nol dan signifikan pada tingkat kesalahan 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis satu didukung oleh data empiris³. Variabel kontrol, NPSR, memiliki koefisien yang signifikan secara statistik dengan tanda koefisien yang negatif. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan benar-benar memiliki pengaruh terhadap hasil pengujian serta menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka *cost of equity capital*-nya semakin kecil. Hal ini konsisten dengan prediksi hipotesis kedua. Hasil ini juga memungkinkan untuk dilakukan analisis lebih lanjut dengan menguji hipotesis kedua yang memisahkan perusahaan menjadi 2 bagian, yaitu perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Hasil pengujian hipotesis kedua terlihat dalam tabel 5 yang menunjukkan adanya perbedaan koefisien antara kelompok perusahaan besar dan kecil.

TABEL 5

Pengujian Hipotesis 2

Jenis Perusahaan	Koefisien ADJSPREAD	SSE	df	T statistik
Besar (b1)	0,04927	117556,2	764	4,472**
Kecil (b2)	0,0006586	80436,174	770	0,138*

Keterangan:

* = tidak signifikan, ** = signifikan pada derajat kesalahan 5%

SSE = sum of squared error, df = degree of freedom

³ Mengingat data sampel tidak terdistribusi secara normal, penelitian ini berupaya melakukan eksplorasi terhadap pengujian hipotesis 1 dengan menggunakan uji regresi linier non parametrik. Pengujian dengan menggunakan regresi linier non parametrik memberikan hasil yang identik

Guna menguji signifikansi perbedaan 2 koefisien ADJSPREAD tersebut, maka dilakukan uji t untuk 2 koefisien. Berdasarkan persamaan 10, dapat diketahui nilai t hitung untuk uji beda dua koefisien adalah sebesar 4,264. Nilai t hitung ini lebih besar dari nilai t tabel dengan degree of freedom tak terhingga (yaitu 1,645). Hal ini menunjukkan bahwa koefisien ADJSPREAD untuk perusahaan besar benar-benar berbeda dari koefisien ADJSPREAD untuk perusahaan kecil. Berdasarkan pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua didukung oleh data empiris⁴.

5. Simpulan, Diskusi dan Saran

Penelitian ini bertujuan untuk menguji asosiasi antara asosiasi antara asimetri informasi dan *cost of equity capital*. Faktor yang melatarbelakangi dilakukannya riset ini adalah belum adanya bukti empiris yang menguji pengaruh asimetri informasi yang tercermin dalam mekanisme pasar modal terhadap *cost of equity capital*. Uji empiris terhadap masalah ini perlu dilakukan mengingathasil yang diperoleh dapat mengimplikasikan perlunya suatu dasar ekonomi untuk mengevaluasi kos dan manfaat informasi akuntansi.

Hasil pengujian terhadap 213 sampel yang diambil di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara asimetri informasi dengan *cost of equity capital*. Hal ini berarti bahwa semakin kecil asimetri informasi yang terjadi di antara partisipan pasar modal maka semakin kecil kos modal sendiri yang ditanggung oleh perusahaan. Kondisi ini mengimplikasikan agar perusahaan memberikan informasi yang akurat secara lebih baik karena semakin banyak disclosure yang dilakukan maka asimetri informasi yang terjadi di pasar juga semakin kecil dan *cost of equity capital*-nya juga semakin kecil.

Hasil pengujian juga menunjukkan hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *cost of equity capital*. Hal ini konsisten dengan riset analitis Diamond dan Verrechia (1991). Lebih jauh lagi, riset ini juga menguji perbedaan tingkat penurunan *cost of equity capital* sebagai akibat penurunan asimetri informasi antara perusahaan besar dan kecil. Hasil yang diperoleh menunjukkan dukungan terhadap hipotesis kedua.

Meskipun hasil empiris menunjukkan dukungan terhadap hipotesis yang diajukan dan terhadap riset Diamond dan Verrechia (1991), namun terdapat beberapa keterbatasan dalam desain riset empiris ini. Pertama, pemakaian CAPM sebagai proksi *cost of equity capital* mengandung beberapa kelemahan dan sebagaimana yang dikemukakan oleh Botosan (1997) bahwa CAPM kurang tepat digunakan sebagai proksi *cost of equity capital* mengingat ia tidak mencerminkan keterkaitannya dengan disclosure yang dilakukan oleh perusahaan sebagaimana yang ingin diuji dalam riset ini. Lebih lanjut, Botosan menyarankan pemakaian model residual income yang lebih dikenal sebagai Edward Bell Ohlson (EBO) valuation yang lebih representatif untuk menguji keterkaitan antara disclosure dengan *cost of equity capital*. Sayangnya, data yang digunakan untuk menerapkan EBO valuation belum terdapat di pasar modal Indonesia. Hal ini memberikan peluang bagi penelitian selanjutnya untuk menguji kembali desain riset bila data yang diperlukan untuk EBO valuation telah tersedia.

⁴ Meskipun hasil uji beda dua koefisien menunjukkan signifikan secara statistik, namun harus diperhatikan adanya kemungkinan hasil tersebut tidak disebabkan oleh perbedaan koefisien regresi tetapi karena signifikansi dari koefisien tersebut berbeda (β_1 signifikan dan β_2 tidak signifikan)

Kelemahan yang kedua, riset ini mengukur asimetri informasi berdasarkan spread pasar, bukan spread dealer sebagaimana yang seharusnya digunakan. Hal ini dapat mempengaruhi pengukuran proksi asimetri informasi mengingat spread pasar umumnya lebih kecil dari spread dealer.

Pemilihan sampel yang tidak random juga merupakan keterbatasan tersendiri karena hal ini dapat menimbulkan selection bias yang dapat mempengaruhi kenormalan data sampel. Keterbatasan yang lain adalah penelitian ini tidak menguji pola asimetri informasi ketika terdapat pengumuman laporan keuangan non auditan yang biasanya terbit sebelum laporan keuangan auditan.

Riset lebih lanjut perlu dilakukan guna menguji konsistensi hasil dan memperbaiki desain riset ini dengan menguji secara *time series*. Guna memperkuat hasil, perlu dilakukan perbandingan antara periode pengumuman laba (asimetri informasi kecil) dan periode ketika tidak terdapat pengumuman dari perusahaan (asimetri informasi besar).

REFERENSI

- Amihud, Y., dan H. Mendelson, 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Bartov, E., dan G. Bodnar, 1996. Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry and Liquidity: Theory and Evidence. *Accounting Review* 71, Juli, 397-418.
- Beaver, W., 1986. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* (Supplement), 67-92.
- Botosan A. Christine, 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *Accounting Review* 72, Juli, 323-349.
- Brooks, R., 1994. Bid-Ask Spread Components Around Anticipated Announcements. *Journal of Financial Research* 17, Fall, 375-386.
- Callahan M Carolyn., Charles M. Lee, dan Teri Lombardi Yohn, 1997. Accounting Information and Bid-Ask Spreads. *Accounting Horizons* 11, Desember, 50-60.
- Chiang, Raymond, dan P.C. Venkatesh, 1988. Insider Holding and Perceptions of Information Asymmetry: A Note. *Journal of Finance* 43, September, 1041-1048.
- Clarkson, P. J. Giedes, dan R. Thompson, 1996. On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Maret, 69-84.
- Cohen, K., Steven Maier, Robert A. Schwartz, David Whitcomb, 1981. Transaction Costs, Order Placement Strategy, and Existence of the Bid Ask Spread. *Journal of Political Economy* 89, 287-305
- Coles, J., U. Loewenstein, dan J. Suay, 1995. On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, 347-364.
- Copeland, T., dan D. Galai, 1983. Information Effects on the Bid-Ask Spread. *Journal of Finance* 38, Desember, 1457-1469.
- Demski, J., dan G. Feltham, 1994. Market Response to Financial Reports. *Journal of Accounting and Economics* 17, Januari, 3-40
- Diamond, D., dan Robert E. Verrecchia, 1991. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, September, 1325-1359
- Engle, Robert., dan Joe Lange, 1997. Measuring, Forecasting and Explaining Time Varying Liquidity in the Stock Market. *Working Paper*, University of California, San Diego.
- Gonedes, N.J., 1980. Public Disclosure Rules, private Information-Production Decisions, and Capital Market Equilibrium. *Journal of Accounting Research* 18, Autumn, 441-476.
- Greenstein, M., dan H. Sami, 1994. The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads. *Accounting Review* 69, Januari, 179-199.
- Hamilton, J., 1991, The Dealer and Market Concept of Bid-Ask Spread: A Comparison for NASDAQ Stocks. *Journal of Financial Research* 14, Summer, 129-139.
- Handa, P., dan S. Linn, 1993. Arbitrage Pricing with Estimation Risk. *Journal Of Financial Economics*, Maret,

- Hartono, Jogianto, 1997, *The Effect of Timing and Order of Earnings and Dividend Changes of Stock Returns: A Test of Belief-Adjustment Theory*, Disertasi Doktorat, Temple University.
- _____, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta: BPFE.
- _____, 1999, Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta, *Working Paper*, Universitas Gadjah Mada.
- Kim, O., dan R. Verrecchia, 1994, Market Liquidity and Volume Around Earning Announcements, *Journal of Accounting and Economics* 17, Januari, 41—67.
- Krinsky, I., dan J. Lee, 1996, Earning Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread, *Journal of Finance* 51, September, 1523—1535.
- Lee, Charles, 1993, Market Fragmentation and Price Execution in NYSE-Listed Securities, *Journal of Finance* 48, 1009—1038.
- Lev, T., 1989, On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions From Two Decades of Empirical Research, *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement), 153—191.
- Morse, D., dan N. Ushman, 1983, Effect of Information Announcements on the Market Microstructure, *Accounting Review* 58, 247—258.
- Raman, K., dan N. Tripathy, 1993, The Effect of Supplemental Reserve-Based Accounting Data on the Market Microstructure, *Journal of Accounting and Public Policy* 12, Summer, 113—133.
- Stoll, H., 1978, The Pricing of Security Dealer Services: an Empirical Study of NASDAQ Stocks, *Journal of Finance* 33, September, 1153—1172.
- _____, 1989, Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests, *Journal of Finance* 44, Maret, 115—134.
- Verrecchia, R., 1982, The Use of Mathematical Models in Financial Accounting, *Journal of Accounting Research*, 1—42.