PENGARUH TINGKAT PENGUNGKAPAN WAJIB DAN PENGUNGKAPAN SUKARELA TERHADAP BIAYA MODAL EKUITAS

Putu Prima Wulandari
Sari Atmini

Universitas Brawijaya
Jl. MT. Haryono 156 Malang
Email: putuprima@gmail.com

Abstract: The Influence of mandatory disclosure and voluntary disclosure towards cost of equity capital. *The purpose of this research is to analyze the effect of mandatory disclosure and voluntary disclosure towards cost of equity capital. This research used the multiple regression and t-test with total asset as a variabel control. The sample used were 84 companies listed in IDX until December 2007. Purposive sampling used as sampling method. The result shows that there is a difference effect of voluntary disclosure between liquid and non liquid company. Mandatory disclosure does not having an affect in* ***liquid and non liquid company****. Whereas, voluntary disclosure has significant influence in* ***non liquid company*** *but voluntary disclosure does not affect i****n liquid company****.*

Abstrak: Pengaruh Tingkat Pengungkapan Wajib dan Pengungkapan Sukarela terhadap Biaya Modal Ekuitas. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela terhadap biaya modal ekuitas. Penelitian ini menggunakan regresi multipel dan *t-test* dengan total aset sebagai variabel kontrol. Sampel yang digunakan sejumlah 84 perusahaan yang tercatat di IDX sampai Desember 2007. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling.* Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa terdapat perbedaan pengaruh pengungkapan sukarela antara perusahaan lancar dan tidak lancar. Pengungkapan wajib tidak berpengaruh pada perusahaan lancar dan tidak lancar. Sementara itu, pengungkapan sukarela berpengaruh signifikan pada perusahaan tidak lancar tetapi pengungkapan sukarela tidak berpengaruh pada perusahaan lancar.

Kata kunci: pengungkapan wajib, pengungkapan sukarela, biaya modal ekuitas, perusahaan lancar, perusahaan tidak lancar.

Perkembangan pasar modal di Indonesia yang semakin pesat menuntut perusahaan emiten untuk lebih transparan dalam mengungkapkan informasi perusahaan agar dapat lebih bersaing dalam memperoleh sumber pembiayaan eksternal dalam rangka melakukan ekspansi usaha. Seluruh pihak yang berkecimpung di pasar modal seperti investor, kreditor, dan para pelaku pasar lainnya sangat membutuhkan aliran informasi yang cepat, akurat, dan juga cukup lengkap dalam menjalankan aktivitasnya (Sari 2005). Perilaku dan kualitas keputusan para pelaku pasar sangat dipengaruhi oleh kualitas informasi yang diungkapkan oleh emiten.

Dalam melakukan investasi, para investor perlu mengetahui dan memilih saham mana yang dapat memberikan keuntungan paling optimal bagi dana yang mereka investasikan dengan menggunakan berbagai informasi yang mereka peroleh. Pada umumnya, para investor tidak mempunyai akses langsung kepada sumber informasi dan hanya semata-mata menyandarkan diri pada informasi dalam pelaporan keuangan (*financial reporting*) perusahaan emiten.

Jurnal Akuntansi Multiparadigma
JAMAL
Volume 3
Nomor 3
Halaman 334-501
Malang, Desember 2012
ISSN 2086-7603

Pengungkapan dalam pelaporan keuangan mempunyai arti penting dalam pengambilan keputusan investasi. Pengungkapan (*disclosure*) sangat diperlukan oleh investor, karena dengan adanya pengungkapan tersebut risiko informasi yang dihadapinya menjadi berkurang. Berkurangnya risiko informasi ini dapat meningkatkan rasa aman bagi investor untuk melakukan investasi pada sekuritas perusahaan publik tertentu (Subroto, 2003). Pengungkapan (*disclosure*) yang dilakukan oleh perusahaan merupakan upaya keterbukaan emiten terhadap publik mengenai kondisi perusahaan.

Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Pengungkapan wajib merupakan pengungkapan informasi yang diharuskan oleh peraturan yang berlaku yaitu peraturan yang dikeluarkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), sedangkan pengungkapan sukarela adalah pengungkapan yang melebihi dari yang diwajibkan (Gunawan 2000). Pengungkapan wajib menurut Bapepam adalah pengungkapan yang diatur menurut surat keputusan ketua Bapepam No Kep-97/PM/1996, yang kemudian diubah menjadi surat keputusan ketua Bapepam No Kep-06/PM/2000 (peraturan VIII.G.7). Dalam peraturan nomor VIII.G.7, ditegaskan bahwa selain yang diatur dalam peraturan tersebut, Bapepam mewajibkan perusahaan publik untuk mengikuti Standar Akuntansi Keuangan (SAK) (Subroto 2003). Keputusan pengungkapan informasi wajib lainnya yang dikeluarkan oleh Bapepam adalah surat keputusan ketua Bapepam No Kep-17/PM/1995 yang diubah menjadi keputusan ketua Bapepam No Kep-38/PM/1996 (peraturan VIII.G.2) yang berisi tentang aturan keharusan mengungkapkan informasi akuntansi kepada publik dalam laporan tahunan.

Pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) merupakan butir-butir pengungkapan yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan tanpa diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Pengungkapan sukarela merupakan pilihan bebas bagi manajemen perusahaan untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang relevan dengan kebutuhan pengambilan keputusan bagi para pemakai informasi (Huda 2006). Namun luasnya pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan sangat tergantung pada biaya dan manfaat dari pengungkapan tersebut (Fitiany 2001). Dalam penelitian Gulo (2000) pengungkapan sukarela dibagi menjadi lima bagian yang terdiri dari informasi mengenai latar belakang perusahaan, ringkasan hasil operasi perusahaan, proyeksi perusahaan, informasi non keuangan penting, analisis dan pembahasan pihak manajemen.

Jika investor menilai suatu perusahaan berisiko tinggi berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan, maka tingkat *return* yang diharapkan oleh investor juga tinggi, dan akan menyebabkan tingginya biaya modal ekuitas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan (Coles 1995 dan Clarkson *et al.* 1996 dalam Juniarti dan Yunita 2003). Salah satu pengaruh tingkat *disclosure* bagi perusahaan adalah meningkatnya jumlah investor dan mengurangi asimetri informasi (Lang *et al.* 1996 dan Coller *et al.* 1997 dalam Juniarti dan Yunita 2003). Dengan mengurangi tingkat asimetri informasi maka laporan keuangan lebih transparan dan menyebabkan estimasi risiko oleh investor rendah karena tidak ada informasi yang disembunyikan. Dengan demikian, tingkat pengembalian *(return)* yang diminta oleh investor juga rendah, dan akan mengurangi biaya modal ekuitas (Coles 1995 dan Clarkson *et al.* 1996 dalam Juniarti dan Yunita 2003). Manajer dapat memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada para investor guna meningkatkan nilai saham perusahaan dan mengurangi biaya modal ekuitas. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan (*disclosure*) yang dapat digunakan investor dalam pengambilan keputusan investasi (Murni 2003).

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh tingkat pengungkapan terhadap biaya ekuitas, namun ada dua argumen yang mendasari penelitian-penelitian tersebut. Argumen pertama menyatakan bahwa secara teoritis terdapat hubungan negatif antara tingkat *disclosure* dengan biaya modal ekuitas. Artinya, peningkatan *disclosure* akan meningkatkan likuiditas harga pasar saham sehingga dapat menurunkan estimasi biaya modal ekuitas baik melalui penurunan biaya transaksi ataupun melalui peningkatan permintaan sekuritas saham. Pendapat tersebut didukung oleh Demzet (1968), Copeland dan Galai (1983), Glosten dan Milgrom (1985), Amihud dan Mendelson (1986), serta Diamond dan Verrecchia (1991) dalam Murni

(2003). Argumen kedua menyatakan bahwa adanya pengaruh positif antara tingkat pengungkapan terhadap biaya modal ekuitas. Peningkatan pengungkapan (*disclosure)* akan mengurangi estimasi risiko sehingga *return* aset meningkat. Para investor akan meminta kompensasi yang tinggi sehingga biaya modal ekuitas perusahaan meningkat. Penelitian yang mendukung pengaruh positif tersebut adalah Klein dan Bawa (1976), Barry dan Brown (1985), Coles dan Loewenstein (1988), Handa dan Linn (1993) dalam Mardiyah (2001).

Hasil penelitian yang disimpulkan oleh Botosan (1997) mendukung adanya hubungan negatif antara tingkat pengungkapan sukarela dan biaya modal ekuitas perusahaan. Dalam penelitian tersebut pengaruh tingkat pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) terhadap biaya modal ekuitas lebih signifikan pada perusahaan yang kurang mendapat perhatian sejumlah besar para analis keuangan dibandingkan dengan perusahaan yang menjadi pusat perhatian para analis keuangan. Murni (2003) mengungkapkan bahwa pengungkapan sukarela yang dibuat oleh pihak manajemen dalam laporan tahunan perusahaan tidak menurunkan *cost of equity capital*. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Gulo (2000). Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Gulo (2000) menunjukkan bahwa variabel indeks ungkapan sukarela yang disampaikan oleh perusahaan dalam laporan tahunan secara statistik tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan *cost of equity capital* perusahaan.

Tidak selamanya *disclosure* yang tinggi akan menurunkan biaya modal ekuitas. Hal yang sebaliknya dapat terjadi ketika perusahaan ternyata mempunyai banyak masalah, khususnya yang terkait dengan bidang keuangan. Dengan tingkat *disclosure* yang tinggi, semakin banyak informasi yang riskan akan diketahui oleh investor sehingga investor meminta *return* yang tinggi dan akibatnya meningkatkan biaya modal ekuitas yang harus ditanggung oleh perusahaan Juniarti dan Yunita (2003). Hasil penelitian Juniarti dan Yunita (2003) menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh tingkat *voluntary disclosure* terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan bersaham *bluechip* ataupun *nonbluechip*. Jadi tanpa memperhatikan suatu perusahaan termasuk dalam kategori perusahaan bersaham *bluechip* ataupun *nonbluechip*, pengaruh tingkat *voluntary disclosure* tetap signifikan terhadap biaya modal ekuitas.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Juniarti dan Yunita (2003). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel dan periode penelitian. Penelitian sebelumnya menggunakan sampel perusahaan *bluechip* dan *non bluechip*, sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya likuid dan non likuid. Tahun 2005 sampai dengan tahun 2007 dipilih sebagai periode penelitian dalam penelitian ini sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan periode tahun 1997 sampai dengan tahun 2000. Seperti yang telah dijelaskan dalam penelitian sebelumnya bahwa peningkatan likuiditas dapat menurunkan biaya modal ekuitas, maka dari itu penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur yang sahamnya termasuk dalam indeks LQ 45 mewakili perusahaan yang sahamnya likuid dan perusahaan-perusahaan manufaktur yang tidak pernah tercatat dalam indeks LQ 45 mewakili perusahaan yang sahamnya tidak likuid.

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan sebelumnya maka masalah *(research problem)* dalam penelitian ini dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut: 1). Apakah tingkat pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas? 2). Apakah tingkat pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas? 3). Apakah terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) terhadap biaya modal ekuitas antara perusahaan likuid dengan perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI? 4). Apakah terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) terhadap biaya modal ekuitas antara perusahaan likuid dengan perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI?

Definisi *disclosure* adalah pengungkapan atas informasi yang diberikan sebagai lampiran pada laporan keuangan dalam bentuk catatan kaki atau tambahan informasi. Informasi ini menyediakan penjelasan yang lebih lengkap mengenai posisi keuangan dan hasil operasi perusahaan. Informasi penjelasan mengenai kesehatan keuangan dapat juga diberikan dalam laporan pemeriksaan. Semua materi harus diungkapkan termasuk infomasi kuantitatif dan kualitatif yang akan

sangat membantu pengguna laporan keuangan (Siegel dan Shim 1994 dalam Juniarti dan Frency 2003). Perusahaan memberikan pengungkapan melalui laporan tahunan dan laporan keuangan yang telah diatur oleh Bapepam dan lembaga profesi maupun melalui pengungkapan sukarela sebagai tambahan pengungkapan minimum yang telah ditetapkan (Khomsiyah 2003).

Pengungkapan merupakan informasi yang ada di dalam laporan keuangan maupun komunikasi pelengkap yang mencakup catatan kaki, peristiwa setelah pelaporan, analisis manajemen tentang operasi yang akan datang, peramalan keuangan dan operasi, dan laporan keuangan tambahan. Laporan keuangan dan komunikasi pelengkap tersebut disebut sebagai pelaporan keuangan (*financial reporting*) (Wolk *et al*. 1991 dalam Subroto 2003). Suwardjono (2005:579) membagi definisi pengungkapan menjadi dua, yaitu definisi secara umum dan definisi dalam arti sempit. Secara umum, pengungkapan adalah konsep, metode, dan media untuk menyampaikan informasi akuntansi kepada pihak yang berkepentingan. Dalam arti sempit, pengungkapan adalah penyajian informasi lain yang relevan lebih dari apa yang termuat dalam *statement* keuangan pokok.

Tujuan pengungkapan secara umum adalah untuk menyajikan informasi yang dianggap perlu demi tercapainya tujuan pelaporan keuangan, sehingga dapat melayani kebutuhan pengguna laporan keuangan yang berbeda-beda. Menurut Suwardjono (2005: 580) tujuan pengungkapan terdiri dari:

1. Melindungi

   Pengungkapan dimaksudkan untuk melindungi pemakai laporan keuangan dari perlakuan manajemen yang mungkin kurang adil dan kurang transparan. Dengan adanya tujuan ini, maka tingkat pengungkapan akan menjadi lebih tinggi. Tujuan melindungi biasanya menjadi pertimbangan Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dalam membuat peraturan demi kepentingan publik.

2. Informatif

   Pengungkapan diarahkan untuk menyediakan informasi yang dapat membantu keefektifan pengambilan keputusan pemakai laporan keuangan. Tujuan ini biasanya melandasi penyusunan standar untuk menentukan tingkat pengungkapan.

3. Kebutuhan khusus

   Tujuan ini merupakan gabungan dari tujuan perlindungan publik dan tujuan informatif. Pengungkapan kepada publik dibatasi dengan apa yang dipandang bermanfaat bagi pemakai yang dituju. Sedangkan untuk tujuan pengawasan, informasi tertentu harus disampaikan kepada badan pengawas berdasarkan peraturan melalui formulir-formulir pengungkapan secara rinci.

Hasil penelitian Chol dan Levich (1990) dalam Gulo (2000) menunjukkan adanya manfaat dari pengungkapan (*disclosure*) yang dilakukan oleh perusahaan. Manfaat tersebut adalah terdapat keseimbangan antara nilai biaya modal ekuitas yang rendah dengan biaya yang diperlukan untuk mempersiapkan pengungkapan informasi akuntansi yang wajib dan sukarela. Pengungkapan tidak saja penting pada masa sekarang tetapi akan menjadi semakin penting pada masa yang akan datang.

Menurut Wolk *et al*. (1991) dalam Subroto (2003) alasan semakin pentingnya pengungkapan pada masa mendatang adalah karena lingkungan bisnis tumbuh semakin kompleks, dan pasar modal mampu menyerap dan mencerminkan informasi baru dalam harga saham secara cepat. Menurut Khomsiyah (2003) ungkapan laporan keuangan bermanfaat memberi *guide*, fasilitas untuk para investor dan pengguna dalam membuat keputusan ekonomi supaya terarah. Dengan demikian, para investor dapat memperoleh keuntungan yang optimal dari investasi yang dilakukannya.

Menurut Mardiyah (2001) biaya modal ekuitas adalah biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan *(source of financing).* Biaya ekuitas dalam penelitian ini mengacu pada tingkat pengembalian yang merupakan hak investor atas investasinya di perusahaan tertentu (Ross *et al*. 1998 dalam Juniarti dan Yunita 2003). Menurut Botosan (1997), biaya ekuitas dipengaruhi oleh tingkat *disclosure*, risiko (BETA) dan nilai pasar ekuitas. Biaya modal ekuitas merupakan tarip diskonto yang digunakan investor untuk menilaitunaikan arus kas yang akan diterima dimasa yang akan datang (Utami 2005).

Menurut Utami (2005) biaya modal adalah merupakan konsep yang dinamis

yang dipengaruhi oleh beberapa faktor ekonomi. Struktur biaya modal didasarkan pada beberapa asumsi yang berkaitan dengan risiko, pajak dan inflasi. Asumsi dasar yang digunakan dalam estimasi biaya modal adalah risiko bisnis dan risiko keuangan adalah tetap (relatif stabil). Biaya modal dihitung atas dasar sumber dana jangka panjang yang tersedia bagi perusahaan. Ada empat sumber dana jangka panjang yaitu: (1) hutang jangka panjang, (2) saham preferen, (3) saham biasa, dan (4) laba ditahan. Biaya hutang jangka panjang adalah biaya hutang sesudah pajak saat ini untuk mendapatkan dana jangka panjang melalui pinjaman. Biaya saham preferen adalah dividen saham preferen tahunan dibagi dengan hasil penjualan saham preferen. Biaya modal saham biasa dan laba ditahan atau sering disatukan menjadi biaya modal sendiri (biaya ekuitas/ biaya modal saham biasa). Biaya modal saham biasa adalah besarnya *rate* yang digunakan oleh investor untuk mendiskontokan dividen yang diharapkan diterima dimasa yang akan datang, atau biaya modal ekuitas merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham biasa atau menggunakan laba ditahan untuk investasi.

Menurut Ross *et al.* (1998) dalam Juniarti dan Frency (2003) dalam menentukan *cost of equity*, terdapat dua pendekatan, yaitu *The Dividend Growth Model Approach* dan *The SML (Security Market Line) Approach* atau *CAPM (Capital Asset Pricing Models)*. Pengukuran biaya modal saham biasa (biaya modal ekuitas), dipengaruhi oleh model penilaian perusahaan yang digunakan. Ada beberapa model penilaian perusahaan (Utami 2005), antara lain:

1. Model penilaian pertumbuhan konstan *(constant growth valuation model)*

   Dasar pemikiran yang digunakan adalah bahwa nilai saham sama dengan nilai tunai *(present value)* dari semua dividen yang akan diterima di masa yang akan datang (diasumsikan pada tingkat pertumbuhan konstan) dalam waktu yang tidak terbatas. Pendekatan ini mengacu pada penilaian saham biasa dengan pertumbuhan konstan atau normal. Model ini dikenal dengan sebutan *Gordon Model*. Nilai saham biasa dengan pertumbuhan normal diformulasikan sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

   Dengan syarat: ks > g
   Keterangan:
   P_0 = nilai saham biasa perusahaan
   D_1 = dividen pada tahun pertama
   k_s = tingkat hasil/pengembalian minimum saham biasa
   g = tingkat pertumbuhan dividen

   Kelemahan dari pendekatan ini adalah bahwa untuk menentukan tingkat pengembalian yang disyaratkan investor, penghitungan masing-masing saham pesaing harus dilakukan sendiri-sendiri. Kelemahan yang lain adalah bahwa tingkat pertumbuhan dividen yang konstan dalam kenyataannya mungkin tidak selalu tepat.

2. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

   Berdasarkan model CAPM, biaya ekuitas adalah tingkat *return* yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas risiko yang tidak dapat dideversifikasi yang diukur dengan beta.

3. Model *Ohlson*

   Model *Ohlson* digunakan untuk mengestimasi nilai perusahaan dengan mendasarkan pada nilai buku ekuitas ditambah dengan nilai tunai dari laba abnormal. Berikut ini adalah rumus untuk menghitung biaya modal ekuitas dengan menggunakan model *Ohlson*.

$$P_t = Y_t + \sum_{\tau=1}^{T}(1+r)^{-\tau} E_t\{x_{\tau+1} - (r)y_{\tau+t-1}\}$$

Keterangan:
P_t = harga saham pada periode t
y_t = nilai buku per lembar saham periode t
x_t = laba per lembar saham
r = ekspektasi biaya modal ekuitas

Botosan (1997) pada dasarnya memakai model *Ohlson* untuk mengestimasi biaya modal ekuitas, namun data yang digunakan untuk menerapkan model Ohlson belum terdapat di pasar modal Indonesia. Menurut Prakoso (2008) *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* adalah suatu teori penetapan biaya ekuitas. Nilai yang diperoleh dari perhitungan biaya modal ekuitas adalah tingkat pengembalian bebas risiko dari ekuitas atau surat berharga ditambah selisih antara

pengembalian pasar dengan tingkat pengembalian risiko dikalikan dengan risiko tidak sistematik ekuitas tersebut. *CAPM* mengkaji hubungan antara pengembalian dari saham individual dengan pengembalian dari pasar saham secara keseluruhan. Husnan (1998: 352) juga berpendapat bahwa penaksiran biaya modal ekuitas dapat dilakukan dengan menggunakan rumus *CAPM*. Rumus perhitungan dari *CAPM* adalah sebagai berikut:

$$K_{cs} = R_f + \beta(K_m - R_f)$$

Keterangan:

K_{cs} = Biaya ekuitas

R_f = tingkat pengembalian bebas risiko

β = beta

$K_m - R_f$ = selisih antara tingkat pengembalian pasar dengan tingkat pengembalian risiko

Model tersebut hampir sama dengan model *CAPM* yang dinyatakan dalam Hartono (2003: 352) dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_i) = R_{BR} + \beta_i . [E(R_M) - R_{BR}]$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *return* ekspektasi untuk portofolio dengan aktiva berisiko

R_{BR} = *return* ekspektasi portofolio dengan aktiva tidak berisiko

β_i = beta (risiko tidak sistematis)

$E(R_M)$ = *return* ekspektasi portofolio pasar

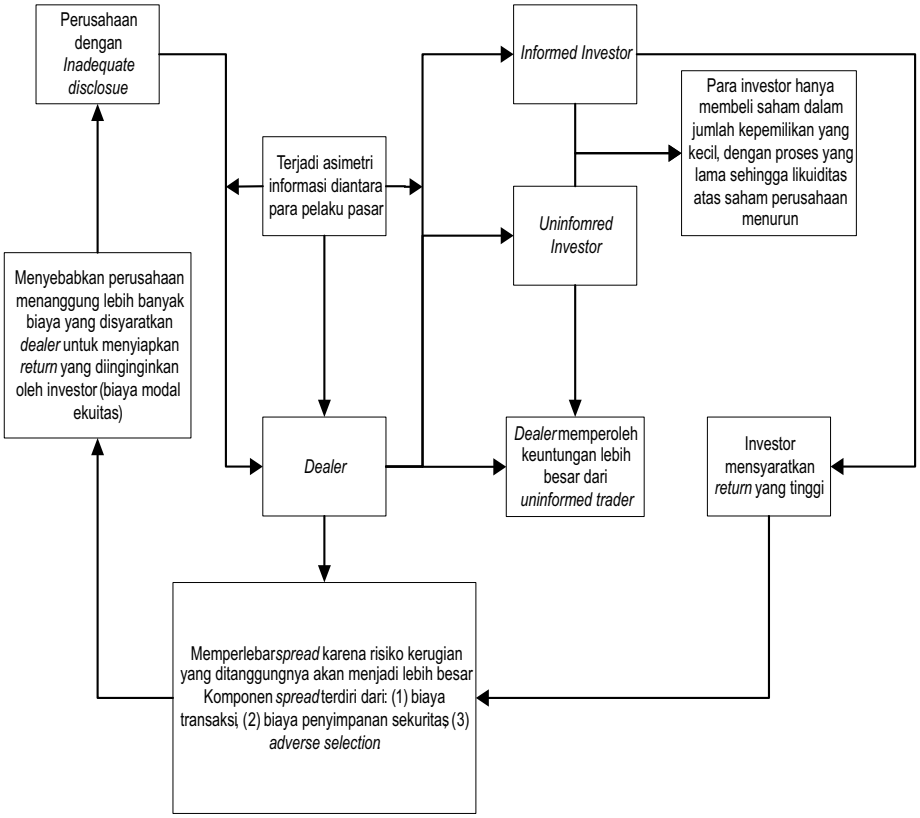
Hartono (2003: 358) menyatakan bahwa model *CAPM* tersebut merupakan model untuk *return* ekspektasi. Return ekspektasi (*expected return*) menurut Hartono (2003: 126) adalah *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan.

Menurut Komalasari (2000) asimetri informasi yang terjadi antara *dealer* dengan pedagang terinformasi akan tercermin dari *spread* yang ditentukan oleh *dealer*. Sebagian investor memiliki lebih banyak informasi mengenai nilai saham perusahaan emiten dibandingkan dengan pedagang sekuritas (*dealer*). *Dealer* mengetahui bahwa *informed investor* hanya akan berdagang jika transaksi yang mereka lakukan dapat memberikan keuntungan bagi mereka, disisi lain pedagang sekuritas juga mengetahui bahwa ia akan memperoleh keuntungan jika berdagang dengan investor yang kurang *informed*. Dalam melakukan perdagangan sekuritas dengan risiko asimetri informasi, *dealer* akan menetapkan *bid ask spread* sedemikian rupa sehingga keuntungan yang diharapkan dari pedagang *uninformed* dapat menutupi kerugian dari pedagang *informed*.

Secara teoritis Amihud dan Mendelson (1986) dalam Komalasari (2000) menyatakan bahwa *cost of equity capital* akan lebih besar untuk sekuritas dengan tingkat *bid ask spread* yang lebih besar karena investor memerlukan *return* yang lebih tinggi guna menutupi tambahan biaya transaksi yang harus ditanggung. Terdapat suatu komponen *spread* yang turut memberikan kontribusi terhadap kerugian yang dialami *dealer* ketika bertransaksi dengan pedagang terinformasi (Komalasari 2000). Komponen tersebut adalah sebagai berikut:

1. Biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*), yang terdiri dari biaya yang dibebankan oleh pedagang sekuritas (*dealer*) kepada perusahaan emiten atas kesiapannya mempertemukan pesanan pembelian dan penjualan.
2. Biaya penyimpanan persediaan (*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 risiko ketika berhadapan dengan investor yang memiliki informasi superior.

Lebih banyak pengungkapan informasi yang dilakukan maka akan mengurangi dampak kerugian harga dalam perdagangan sekuritas, sehingga investor berkeinginan untuk mengambil posisi yang lebih besar dalam saham perusahaan tertentu dibandingkan dengan saham perusahaan lainnya. Tindakan investor tersebut akan meningkatkan permintaan terhadap sekuritas perusahaan, sehingga harga saham akan mengalami peningkatan yang pada akhirnya biaya



Gambar 1
Skema Hubungan antara Tingkat *Disclosure*
yang Tidak Memadai Dengan Biaya Modal Ekuitas

modal ekuitas yang ditanggung perusahaan akan berkurang. Ketika terjadi asimetri informasi, semua investor akan berhadapan dengan *bid ask spread* yang lebih besar. Investor juga akan memiliki kemungkinan berada pada posisi yang salah dalam perdagangan yang berkibat pada peningkatan *return* yang diharapkan oleh investor untuk menutupi risiko kerugian atas investasi mereka (Komalasari 2000).

Berdasarkan uraian tersebut maka penelitian ini menduga bahwa:

Tingkat pengungkapan wajib *(mandatory disclosure)* berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan-perusahaan likuid yang terdaftar di BEI.

Tingkat pengungkapan wajib *(mandatory disclosure)* berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan-perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI.

Tingkat pengungkapan sukarela *(voluntary disclosure)* berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan-perusahaan likuid yang terdaftar di BEI.

Tingkat pengungkapan sukarela *(voluntary disclosure)* berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan-perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI.

Terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan wajib *(mandatory Disclosure)* terhadap biaya modal ekuitas antara perusahaan likuid dengan perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI.

Terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan sukarela *(voluntary disclosure)* terhadap biaya modal ekuitas antara perusahaan likuid dengan perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI.

METODE

Penelitian ini tergolong penelitian empiris. Indriantoro dan Supomo (2002:29) mengatakan bahwa penelitian empiris mengutamakan penelitian terhadap data berupa fakta empiris. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007. Sam-

pel penelitian ditentukan dengan metode penyampelan bertujuan (*purposive sampling*). *Purposive sampling* adalah tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu dan disesuaikan dengan tujuan atau masalah penelitian (Indriantoro dan Supomo, 2002: 131).

Sampel penelitian terdiri dari dua kelompok sampel yaitu kelompok sampel perusahaan yang sahamnya likuid dan kelompok sampel yang sahamnya tidak likuid. Untuk menjadi sampel dengan kategori perusahaan yang sahamnya likuid dalam penelitian ini, perusahaan publik harus memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan termasuk dalam kategori industri pemanufakturan; (2) Perusahaan berturut-turut terdaftar di BEI dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007; (3) Perusahaan pernah tercatat sebagai perusahaan yang sahamnya termasuk dalam indeks LQ 45 dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007; (4) Perusahaan tidak melakukan merger selama periode penelitian; (5) Perusahaan memiliki data yang lengkap untuk keperluan penelitian.

Sedangkan untuk menjadi sampel dengan kategori perusahaan yang sahamnya non likuid maka perusahaan publik harus memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan termasuk dalam kategori industri pemanufakturan; (2) Perusahaan berturut-turut terdaftar di BEI dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007; (3) Perusahaan tidak pernah tercatat sebagai perusahaan yang sahamnya termasuk dalam indeks LQ 45 selama tiga tahun berturut-turut (dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007); (4) Perusahaan tidak melakukan merger selama periode penelitian; (5) Perusahaan memiliki data yang lengkap untuk keperluan penelitian.

Perusahaan yang memenuhi kriteria 1 sampai dengan 5 selanjutnya diperingkat berdasarkan rata-rata volume perdagangan sahamnya. Volume perdagangan saham diukur dengan menggunakan pengukuran perubahan likuiditas saham. Secara umum likuiditas saham diukur dengan menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA). TVA dihitung dengan menggunakan rumus yang diperkenalkan oleh Foster (1986) dalam Junaedi (2005) sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{Number\ of\ share\ of\ firm_i\ traded\ in\ time_t}{Number\ of\ share\ of\ firm_i\ outstanding\ in\ time_t}$$

Setelah TVA setiap perusahaan sampel diketahui, selanjutnya dihitung rata-rata volume perdagangan untuk seluruh perusahaan sampel selama periode penelitian dengan menggunakan rumus berikut:

$$\bar{X}\ TVA_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^{n} TVA_{i,t}}{n}$$

Setelah rata-rata TVA dihitung langkah selanjutnya adalah meranking perusahaan sampel berdasarkan rata-rata Volume perdagangan sahamnya dari jumlah rata-rata TVA paling tinggi ke jumlah rata-rata TVA paling rendah. Kemudian perusahaan-perusahaan tersebut dibagi menjadi tiga bagian, bagian sepertiga terendah digunakan sebagai sampel yang mewakili perusahaan yang sahamnya tidak likuid.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain) (Indriantoro dan Supomo, 2002: 147). Data sekunder umumnya berupa bukti catatan atau laporan historis yang telah disusun dalam arsip, baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Data-data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah: (1) Data laporan tahunan setiap perusahaan sampel; (2) Data tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI); (3) Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG); (4) Data risiko tidak sistematis (beta) untuk setiap perusahaan sampel; (5) Data total aktiva setiap perusahaan sampel yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Sumber data diperoleh dari www.idx.ac.id, www.bi.go.id, ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*), pojok BEI Universitas Brawijaya Malang serta Pusat Data dan Bisnis Ekonomi UGM.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *cost of equity capital* (CEC) perusahaan. Perhitungan *cost of equity capital* setiap perusahaan sampel dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yaitu:

$$\boldsymbol{CEC_{i,t} = R_{f,t} + (R_{m,t} - R_{f,t})\beta_i}$$

Keterangan:

$\boldsymbol{CEC}_{i,t}$ = estimasi *cost of equity capital*

$R_{f,t}$ = *return* bebas risiko yang

diproksikan dengan tingkat bunga SBI satu bulan

$R_{m,t}$ = *return* pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari t dikurangi dengan IHSG pada hari t–1 dibagi dengan IHSG pada t-1

β_i = risiko tidak sistematis (beta) untuk setiap saham perusahaan i

Berkaitan dengan estimasi beta, Hartono (2003: 293) menyatakan bahwa pasar modal Indonesia tergolong *thin market*. Transaksi perdagangan di pasar modal Indonesia masih tipis atau jarang terjadi. Kondisi ini akan menimbulkan perhitungan beta yang bias disebabkan oleh adanya perdagangan yang tidak sinkron. Tindakan yang dapat dilakukan untuk mengatasi bias beta sekuritas ini adalah dengan melakukan koreksi, maka dari itu dalam mengestimasi *cost of equity capital* beta yang digunakan adalah beta koreksi metode Fowler dan Rorke.

Variabel independen (bebas) yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela. Tingkat pengungkapan *(disclosure)* baik untuk pengungkapan wajib maupun pengungkapan sukarela dalam penelitian ini akan diukur dengan cara melakukan perhitungan terhadap indeks ungkapan. Perhitungan indeks ungkapan dilakukan dengan prosedur sebagai berikut: (a) Menentukan skor total diharapkan yang diperoleh dari jumlah total masing-masing jenis peng-ungkapan; (b) Pemberian skor pengungkapan adalah dengan cara memberikan skor 1 (satu) jika diungkapkan dan diberi skor 0 (nol) jika tidak diungkapkan. Menggunakan model pengungkapan yang tidak diberi bobot sehingga memperlakukan semua item pengungkapan secara sama; (c) Skor yang diperoleh setiap perusahaan dijumlahkan untuk mendapatkan skor total; (d) Menghitung indeks ungkapan setiap perusahaan dengan cara membagi skor total yang diperoleh dengan skor total yang diharapkan.

Informasi mengenai indeks ungkapan wajib terdapat dalam keputusan ketua Bapepam No Kep-97/PM/1996 yang telah direvisi menjadi SK Bapepam No Kep-06/PM/2000 (peraturan VIII.G.7) dan keputusan ketua Bapepam No Kep-38/PM/1996 (peraturan VIII.G.2), serta pengungkapan-pengungkapan yang diwajibkan dalam PSAK yang tidak terdapat dalam peraturan VIII.G.7 ataupun VIII.G.2. Informasi mengenai pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) menggunakan *checklist* item pengungkapan sukarela seperti yang digunakan dalam penelitian Gulo (2000). Sedangkan *disclosure Checklist* yang digunakan dalam pengungkapan wajib menggunakan *checklist* yang dikembangkan dari penelitian Subroto (2003). Struktur *checklist* yang digunakan untuk pengungkapan wajib adalah sebagai berikut:

1. Item pengungkapan berdasarkan lampiran keputusan ketua Bapepam Nomor: Kep-38/PM/1996, peraturan VIII.G.2 yang dirinci sebagai berikut: (a) Ketentuan umum laporan keuangan; (b) Iktisar data keuangan penting, analisis dan pembahasan umum oleh manajemen, dan laporan manajemen; (c) Laporan keuangan.
2. Item pengungkapan berdasarkan lampiran keputusan ketua Bapepam Nomor Kep-06/PM/2000 dan PSAK, yang mengatur tentang ketentuan penyajian dalam laporan keuangan.

Sedangkan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset. Penelitian ini menggunakan total aset sebagai indikator dari ukuran perusahaan, karena dalam penelitian Fitriany (2001) disebutkan bahwa total aset lebih menunjukkan ukuran perusahaan daripada *market capitalization.*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 84 perusahaan. Dari 84 peru sahaan tersebut, 31 merupakan sampel perusahaan likuid dan 53 merupakan sampel perusahaan non likuid. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Hasil perhitungan statistik deskriptif untuk sampel likuid ditunjukkan pada tabel 1 di bawah ini.

Dengan melihat nilai statistik pada Tabel 1, dapat dilihat bahwa besarnya nilai tingkat pengungkapan wajib (INDEKS M) minimum untuk perusahaan likuid adalah sebesar 46,25% dan nilai maksimumnya adalah sebesar 68,77%. Dari tabel 1 juga diketahui bahwa nilai minimum untuk tingkat pengungkapan sukarela (INDEKS V) pada perusahaan likuid adalah sebesar 31,03% dengan nilai maksimum sebesar 82,76%.

Tabel 1: Statistik Deskriptif Sampel Likuid

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INDEKSM	31	46.24506	68.77470	5.5756726E1	5.49765812
INDEKSV	31	31.03448	82.75862	5.7730812E1	13.50174290
CECL	31	3.01489	18.82585	9.3342657E0	3.99370673
SIZE	31	27.85	31.78	29.8329	1.05290

Sumber data: Data yang diolah

Pada perusahaan likuid nilai minimum *cost of equity capital* (CECL) adalah sebesar 3% dengan nilai maksimumnya sebesar 18,83%. Nilai statistik pada Tabel 4.1 juga menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengungkapan wajib untuk perusahaan likuid adalah sebesar 55,76%, rata-rata tingkat pengungkapan sukarela adalah sebesar 57,73%. Sedangkan nilai rata-rata biaya modal ekuitas dan ukuran perusahaan untuk perusahaan likuid adalah sebesar 9,33% dan 29,83%.

Perhitungan statistik deskriptif untuk kelompok sampel non likuid ditunjukkan pada tabel 2.

Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai minimum untuk tingkat pengungkapan wajib pada perusahaan non likuid adalah sebesar 35,18%, dan nilai maksimumnya adalah sebesar 56,52%. Sedangkan nilai minimum tingkat pengungkapan sukarela adalah sebesar 17,24% dengan nilai maksimum sebesar 65,52%. Nilai minimun biaya modal ekuitas untuk perusahaan likuid adalah sebesar 2,12% dengan nilai maksimum sebesar 19,73% dan nilai minimun ukuran perusahaan perusahaan likuid sebesar 24,05% dengan nilai maksimum sebesar 28,61%. Rata-rata tingkat pengungkapan wajib dan sukarela pada perusahaan non likuid adalah sebesar 45,72% dan 39,17%. Sedangkan nilai rata-rata biaya modal ekuitas dan ukuran perusahaan untuk perusahaan non likuid adalah sebesar 10,69% dan 26,56%.

Dari nilai-nilai statistik tersebut dapat diketahui bahwa rata-rata tingkat pengungkapan wajib dan pengungkapan sukarela pada perusahaan likuid lebih besar dibandingkan dengan perusahaan non likuid. Hasil tersebut menguatkan pendapat Marwata (2001) dan Mardiyah (2001) yang menyatakan bahwa semakin besar perusahaan maka jumlah informasi yang diungkapkan juga semakin tinggi. Rata-rata jumlah ukuran perusahaan pada perusahaan likuid juga lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan non likuid. Artinya ukuran perusahaan likuid lebih besar dibandingkan dengan perusahaan non likuid. Rata-rata biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid menunjukkan jumlah yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non likuid, sehingga hasil tersebut menguatkan pendapat Komalasari (2000) dan Murni (2003).

Terdapat beberapa hal yang diduga menjadi alasan mengapa tingkat pengungkapan wajib perusahaan publik masih tergolong rendah. Kemungkinan pertama adalah bahwa perusahaan dalam menjalankan operasionalnya memiliki sumber dana lainnya selain dari pasar modal yaitu pinjaman dari kreditor. Perusahaan yang lebih banyak menggunakan pinjaman dari kreditor merasa tidak perlu tergantung pada pasar modal. Kedua, perusahaan merasa tidak perlu memperoleh kepercayaan dari para investor publik, karena dana dari investor yang digunakan relatif kecil dibandingkan dengan dana pinjaman. Oleh karena itu mereka merasa tidak perlu mematuhi ketentuan pengungkapan wajib yang ditetapkan oleh Bapepam (Subroto 2003).

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah model regresi variabel indepen-

Tabel 2: Statistik Deskriptif Sampel Non Likuid

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INDEKS M	53	35.17787	56.52174	4.5715564E1	4.79721279
INDEKS V	53	17.24138	65.51724	3.9167209E1	10.14606441
CECNL	53	2.12337	19.72932	1.0694350E1	3.76316596
SIZE	53	24.05	28.61	26.5585	1.02545

Sumber data: Data yang diolah

Tabel 3: Hasil Uji Normalitas Sampel Likuid dan Non Likuid

	Likuid		Non Likuid	
Variabel	**K-S Z**	**Asymp. Sig**	**K-S Z**	**Asymp. Sig**
CECL	0,706	0,701	0,369	0,999
INDEKS M	0,624	0,832	0,519	0,950
INDEKS V	0,595	0,870	0,697	0,716
SIZE	0,569	0,903	0,888	0,409

Sumber data: Data yang diolah

den dan variabel dependen berdistribusi normal atau tidak. Untuk menguji apakah sampel penelitian berdistribusi normal maka digunakan pengujian *One Sample Kolmogorov Smirnov Test* terhadap masing-masing variabel dengan kaidah keputusan signifikansi jika lebih besar dari α = 0,05 (taraf kesalahan 5%) maka dapat dikatakan data tersebut berdistribusi normal. Hasil pengujian normalitas disajikan dalam tabel 3 dan tabel 4.

Pada tabel 3 dapat dilihat bahwa untuk sampel perusahaan likuid, nilai *Asymptotic Significances* setiap variabel lebih besar dari 0,05. Hal yang sama juga terjadi pada sampel perusahaan non likuid yang memiliki nilai lebih besar dari 0,05. Sesuai dengan kaidah pengujian maka dapat disimpulkan bahwa model regresi telah memenuhi asumsi kenormalan.

Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji adanya korelasi antar variabel independen. Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinearitas adalah dengan menggunakan nilai *tolerance* dan *VIF* (*Variance Inflation Factor*). Hasil uji gejala multikolinearitas disajikan dalam tabel 4.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4 semua variabel independen yang digunakan baik pada perusahaan likuid maupun perusahaan non likuid menghasilkan nilai *tolerance* yang lebih besar dari 0,1 dan VIF yang lebih kecil dari 10. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan tidak terdapat gejala multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan.

Kondisi heteroskedastistas timbul karena varian faktor penggangu tidak sama atau tidak konstan. Kondisi yang diharapkan adalah homokedastisitas yaitu varian dari residual satu pengamatan ke pangamatan lain dalam kondisi tetap. Pengujian non-heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji *Glejser* dengan kaidah keputusan jika signifikansi lebih besar dari 0,05 maka berarti tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas disajikan dalam tabel 5.

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada tabel 5 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada variabel bebas dalam penelitian ini. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05.

Autokorelasi didefinisikan sebagai terjadinya korelasi diantara data pengamatan, munculnya suatu data dipengaruhi oleh data sebelumnya (Gujarati, 1997:201). Adanya autokorelasi berarti bahwa koefisien korelasi yang diperoleh kurang akurat. Penelitian ini menguji autokorelasi dengan metode *Durbin-Watson*. Syarat untuk bebas autokorelasi adalah nilai du < d < 4-du.

Berdasarkan tabel 6 dan gambar 2 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala autokorelasi antar variabel.

Untuk menguji dugaan pertama digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan regresi sebagai berikut:

Tabel 4: Hasil Uji Multikolinearitas

No	**Sampel**	**Variabel Bebas**	**Tolerance**	**VIF**
1	Likuid	INDEKS M	0,508	1,967
		INDEKS V	0,644	1,553
		SIZE	0,721	1,387
2	Non likuid	INDEKS M	0,974	1,027
		INDEKS V	0,987	1,014
		SIZE	0,972	1,029

Sumber data: Data yang diolah

Tabel 5: Hasil Uji Heteroskedastisitas

No	Sampel	Variabel Bebas	T	Sig
1	Likuid	INDEKS M	0,584	0,564
		INDEKS V	0,518	0,608
		SIZE	-1,155	0,258
2	Non likuid	INDEKS M	0,527	0,600
		INDEKS V	-0,204	0,840
		SIZE	-1,083	0,284

Sumber data: Data yang diolah

$CEC = \alpha + \beta_1 INDEKSM + \beta_2 INDEKSV + \beta_3 SIZE + \varepsilon$

Keterangan:
CEC = *cost of equity capital*
α = konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = koefisien regresi
INDEKSM = indeks ungkapan wajib
INDEKSV = indeks ungkapan sukarela
SIZE = ukuran perusahaan
ε = tingkat kesalahan (*error*)

Model persamaan regresi tersebut tidak memasukkan variabel beta karena estimasi *cost of equity capital* dalam penelitian ini telah memasukkan unsur beta.

Ketentuan dari penerimaan atau penolakan adalah apabila nilai signifikansi dibawah 0,05 maka H alternatif (Ha) diterima dan H nol (H0) ditolak. Sebaliknya jika angka signifikansi di atas 0,05 maka H alternatif (Ha) ditolak dan H nol (H0) diterima. Selain itu penelitian ini juga menggunakan kriteria pengujian dengan membandingkan antara t hitung dengan t tabel. Kriteria pengujian tersebut adalah sebagai berikut:

Ha ditolak apabila - t tabel < t hitung < t tabel

Ha diterima apabila t hitung < -t tabel atau t hitung > t tabel

Hasil regresi dapat dilihat dari tabel 7 dan tabel 8.

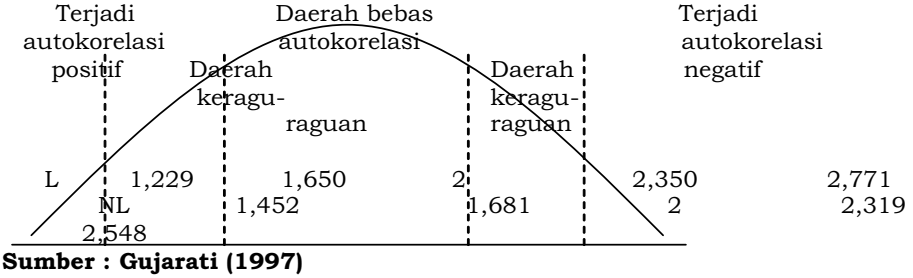
Berdasarkan tabel 7 dapat dilihat hasil pengujian secara parsial (uji t) untuk sampel perusahaan likuid menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas (*cost of equity capital*). Hal tersebut dapat dilihat dari nilai t hitung tingkat pengungkapan wajib -1,233 yang lebih besar dari t tabel yaitu -2,0518. Selain itu nilai signifikansi dari tingkat pengungkapan wajib untuk perusahaan likuid sebesar 0,232 yang lebih besar dari α = 0,05 menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Dengan demikian hasil pengujian tersebut tidak mendukung dugaan 1a.

Hasil yang sama juga didapat pada pengujian terhadap sampel perusahaan non likuid. Dari hasil pengujian tersebut diketa-

Tabel 6: Hasil Uji Autokorelasi

Sampel	Dl	Du	D	4-du
Likuid	1,229	1,650	1,804	2,350
Non Likuid	1,452	1,681	1,504	2,319

Sumber data: Data yang diolah



Sumber : Gujarati (1997)

Gambar 2
Uji Durbin Watson

Tabel 7: Hasil Pengujian Untuk Sampel Perusahaan Likuid

Variabel	Koefisien	t Hitung	Sig.	R	R^2	Keterangan
Konstanta	2,874					
INDEKS M	-0,231	-1,223	0,232	0,281	0,079	Tidak Signifikan
INDEKS V	-0,006	-0,091	0,928			Tidak Signifikan
SIZE	0,655	0,794	0,434			Tidak Signifikan

Sumber data: Data yang diolah

hui bahwa tingkat pengungkapan wajib pada perusahaan non likuid juga tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Dilihat dari tabel 4.8 nilai t hitung tingkat pengungkapan wajib adalah sebesar 0,455 yang lebih rendah dari t tabel sebesar 2,0096 dan nilai signifikansi tingkat pengungkapan wajib pada perusahaan likuid lebih besar dari α = 0,05 yaitu sebesar 0,651. Hasil pengujian tersebut tidak mendukung dugaan 1b.

Pada tabel 7 dapat dilihat hasil pengujian secara parsial (uji t) yang menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid. Tabel 7 menunjukkan nilai t hitung untuk tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan likuid sebesar -0,091 yang lebih besar dari t tabel yaitu -2,0518. Hal tersebut juga dapat dilihat dari nilai signifikansi tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan likuid adalah sebesar 0,928 yang lebih besar dari α = 0,05. Dengan demikian hasil pengujian tersebut tidak mendukung dugaan 2a.

Selain itu pada tabel 8 dapat dilihat bahwa nilai t hitung tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan non likuid sebesar -2,467 yang lebih rendah dari nilai t tabel sebesar -2,0096. Nilai signifikansi tingkat pengungkapan sukarela dalam pengujian tersebut sebesar 0,017 sehingga lebih rendah dari kriteria α = 0,05. Hal tersebut menunjukkan tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan non likuid memiliki pengaruh yang signifikan terhadap biaya modal ekuitas sehingga dugaan 2b didukung oleh data empiris.

Hasil analisis korelasi yang digunakan untuk mengetahui keeratan hubungan antar variabel ditunjukkan pada tabel 7 dan 8 dengan nilai R untuk perusahaan likuid adalah sebesar 0,281 dan nilai R untuk perusahaan non likuid adalah sebesar 0,348. Artinya bahwa keeratan hubungan antara variabel tingkat pengungkapan wajib, tingkat pengungkapan sukarela dan ukuran perusahaan terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid dan non likuid sangat lemah.

Nilai koefisien determinasi R^2 untuk perusahaan likuid adalah sebesar 0,079 menunjukkan bahwa dukungan variabel tingkat pengungkapan wajib, tingkat pengungkapan sukarela dan ukuran perusahaan terhadap biaya modal ekuitas adalah sebesar 7,9% dan sisanya yaitu 92,1 % berasal dari variabel lainnya yang tidak masuk dalam model penelitian. Untuk sampel perusahaan non likuid nilai R^2 adalah sebesar 0,121 yang menunjukkan bahwa dukungan variabel tingkat pengungkapan wajib, tingkat pengungkapan sukarela dan ukuran perusahaan terhadap biaya modal ekuitas adalah sebesar 12,1 % dan sisanya yaitu 87,9 % berasal dari variabel lainnya yang tidak masuk dalam model penelitian. Variabel lainnya yang tidak termasuk dalam model penelitian dapat berupa variabel ekonomi mak-

Tabel 8: Hasil Pengujian Untuk Sampel Perusahaan Non Likuid

Variabel	Koefisien	t Hitung	Sig.	R	R^2	Keterangan
Konstanta	21,069					
INDEKS M	0,049	0,455	0,651	0,348	0,121	Tidak Signifikan
INDEKS V	-0,123	-2,467	0,017			Signifikan
SIZE	-0,291	-0,584	0,562			Tidak Signifikan

Sumber data: Data yang diolah

Tabel 9: Data Hasil Regresi Untuk Menguji Dugaan Keempat

Kel. Sampel	Koefisien konstanta	Koefisien INDEKS V	SSE	Df	t statistik	Keterangan
Likuid	2,874	-0,006	440,818	27	-0,091	Tidak Signifikan
Non Likuid	21,069	-0,123	647,421	49	-2,467	Signifikan

Sumber data: Data yang diolah

ro seperti tingkat inflasi dan tingkat suku bunga bebas risiko (suku bunga SBI). Dari hasil pengujian dugaan pertama dan kedua juga diketahui bahwa variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi ukuran perusahaan pada perusahaan likuid adalah sebesar 0,434 dan nilai signifikansi untuk perusahaan non likuid adalah sebesar 0,562 yang lebih besar dari α = 0,05.

Hasil pengujian dugaan pertama menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas baik pada perusahaan likuid maupun non likuid. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan argumen-argumen dari penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa tingkat pengungkapan (disclosure) berhubungan negatif dengan biaya modal ekuitas dan tingkat pengungkapan (disclosure) berhubungan positif dengan biaya modal ekuitas. Selain itu hasil penelitian ini juga tidak menguatkan pendapat Komalasari (2000) yang menyatakan bahwa lebih banyak informasi yang diungkapkan pihak manajemen maka akan menurunkan biaya modal ekuitas yang harus ditanggung perusahaan.

Subroto (2003) menyebutkan bahwa investor tidak banyak menaruh perhatian kepada laporan tahunan secara umum dan kepatuhan perusahaan publik kepada pengungkapan wajib pada khususnya. Hal ini diduga karena para investor menganggap bahwa ketentuan pengungkapan wajib sudah merupakan suatu kewajiban yang harus dipatuhi oleh perusahaan publik. Para investor juga menganggap tidak ada perbedaan yang signifikan dalam hal pengungkap-an wajib yang dilakukan oleh perusahaan publik dari tahun ke tahun. Kemungkinan lainnya adalah tersedianya informasi di luar laporan keuangan dan laporan tahunan yang lebih bermanfaat bagi para investor untuk pengambilan keputusan investasi.

Hasil pengujian dugaan kedua menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan sukarela pada perusahaan likuid tidak berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Murni (2003). Namun pada perusahaan non likuid tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Hasil pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian Botosan (1997) serta Juniarti dan Yunita (2003) namun tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni (2003). Hasil penelitian ini juga menguatkan pernyataan Lang dan Lundholm (1996) dalam Murni (2003) yang menyatakan pengungkapan (*disclosure*) yang memadai akan memberikan keuntungan potensial bagi perusahaan dalam bentuk penurunan biaya modal ekuitas.

Semakin tinggi tingkat pengungkapan sukarela maka biaya modal ekuitas yang harus ditanggung perusahaan akan menjadi semakin rendah. Peneliti menemukan bahwa hal tersebut hanya berlaku pada pengujian yang dilakukan terhadap sampel perusahaan non likuid. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Botosan (1997) yang menyebutkan bahwa pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan yang diamati oleh sedikit analis keuangan lebih signifikan dibandingkan dengan perusahaan yang diikuti oleh sejumlah besar para analis keuangan. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang diikuti oleh sejumlah besar analis lebih menggunakan jasa para analis keuangan dibandingkan menggunakan laporan tahunan untuk berkomunikasi dengan para investor di pasar modal. Namun untuk perusahaan yang diikuti oleh sedikit analis keuangan hanya dapat mengandalkan laporan tahunan sebagai alat komunikasi di pasar modal.

Kondisi yang sama juga terjadi pada perusahaan likuid dan non likuid. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang lebih

tinggi, total risiko yang ditanggung oleh investor juga lebih besar. Hal tersebut dikarenakan keuntungan per saham yang diperoleh investor pada perusahaan likuid lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan non likuid, sehingga saham perusahaan likuid menarik lebih banyak perhatian investor dan para analis keuangan (Diamond dan Verrechia, 1991 dalam Komalasari 2000). Implikasi dari penelitian ini adalah untuk perusahaan non likuid yang mengandalkan laporan tahunan sebagai alat komunikasi di pasar modal dengan para investor seharusnya dapat memberikan pengungkapan yang lebih memadai. Dengan adanya pengungkapan yang memadai oleh pihak manajemen perusahaan, maka asimetri informasi yang terjadi antara pihak manajemen dengan para investor akan berkurang. Investor juga tidak akan menuntut tingkat *return* yang tinggi atas investasinya yang pada akhirnya dapat menurunkan biaya modal ekuitas yang ditanggung oleh perusahaan.

Ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset tidak berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid dan non likuid. Hasil tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian Komalasari (2000) dan Murni (2003). Kemungkinan yang menyebabkan terjadinya hal tersebut adalah para investor lebih memperhatikan tingkat likuiditas perusahaan dibandingkan dengan ukuran perusahaan saat melakukan investasi.

Dugaan ketiga dan keempat diuji dengan melakukan uji t yaitu membandingkan beda dua koefisien regresi. Namun peneliti tidak melakukan pengujian terhadap dugaan ketiga karena dari hasil regresi untuk menguji dugaan pertama diperoleh bukti bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas baik pada perusahaan likuid maupun perusahaan non likuid. Dengan demikian tidak diperlukan pengujian terhadap perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan wajib terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid dan non likuid.

Data yang digunakan untuk melakukan pengujian dugaan keempat ditunjukkan pada tabel 9.

Berdasarkan tabel 9 persamaan regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan likuid: CEC = 2,874 – 0,006 INDEKS V
2. Perusahaan non likuid: CEC = 21,069 – 0,123 INDEKS V

Pada perusahaan likuid setiap kenaikan satu satuan variabel tingkat pengungkapan sukarela akan mengakibatkan penurunan variabel biaya modal ekuitas sebesar 0,006 satuan. Sedangkan pada perusahaan non likuid, setiap kenaikan satu satuan variabel tingkat pengungkapan sukarela akan mengakibatkan penurunan variabel biaya modal ekuitas sebesar 0,123. Hal ini menunjukkan bahwa penurunan biaya ekuitas sebagai akibat dari peningkatan tingkat pengungkapan sukarela lebih besar pada perusahaan non likuid dibandingkan dengan perusahaan likuid. Dari data tersebut didapat t hitung sebesar 2,32362 yang dihitung dengan rumus berikut ini (Hartono 2004):

Nilai t hitung tersebut lebih besar dibandingkan dengan t tabel yaitu sebesar 1,9913 sehingga hasil pengujian tersebut signifikan dan dugaan keempat diterima. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap biaya modal ekuitas antara perusahaan likuid dan non likuid.

$$t = \frac{\hat{\beta}_k^{(1)} - \hat{\beta}_k^{(2)}}{\sqrt{\frac{SSE^{(1)} + SSE^{(2)}}{df^{(1)} + df^{(2)}} \; x \; \left[\frac{\left(\hat{\beta}_k^{(1)}\right)^2 x \, (df^{(1)})}{\left(t^{(1)}\right)^2 x \, (SSE^{(1)})} + \frac{\left(\hat{\beta}_k^{(2)}\right)^2 x \, (df^{(2)})}{\left(t^{(2)}\right)^2 x \, (SSE^{(2)})}\right]}}$$

Keterangan:

$\hat{\beta}_k^{(1)}$ *dan* $\hat{\beta}_k^{(2)}$ = *parameter of estimate* untuk regresi pertama dan kedua

$SSE^{(1)}$ dan $SSE^{(2)}$ = *sum of squared errors of the regression* pertama dan kedua

$df^{(1)}$ dan $df^{(1)}$ = *degree of freedom* regresi pertama dan kedua

$t^{(1)}$ dan $t^{(2)}$ = t-statistik hasil regresi pertama dan kedua

Dugaan ketiga tidak diuji karena hasil pengujian dugaan pertama telah menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas baik pada perusahaan likuid maupun non likuid. Hasil pengujian dugaan keempat menunjukkan bahwa pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid dan non likuid memiliki perbedaan yang signifikan. Pengujian ini menunjukkan hasil yang konsisten dengan hasil penelitian Botosan (1997), namun tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Juniarti dan Yunita (2003). Hasil penelitian ini mendukung pendapat Komalasari (2000) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki perbedaan pengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Semakin besar ukuran perusahaan maka biaya modal ekuitas akan semakin rendah, dan semakin kecil ukuran perusahaan maka biaya modal ekuitas akan semakin meningkat.

Kemungkinan yang terjadi atas hasil pengujian dugaan keempat adalah terdapat perbedaan sumber informasi tentang kondisi keuangan perusahaan publik yang digunakan oleh para investor dalam mengambil keputusan investasi. Pada perusahaan likuid, laporan tahunan memiliki peranan yang kurang relevan bagi para investor dalam mengambil keputusan. Oleh karena itu, para investor akan berusaha mencari informasi keuangan perusahaan likuid melalui *insider trading*, analis keuangan, RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) dan pengumuman informasi lainnya yang tersedia di pasar modal ataupun media lainnya (Hartono, 2003:373). Sedangkan pada perusahaan non likuid para investor hanya bisa mengandalkan laporan tahunan untuk mendapatkan informasi keuangan dan non keuangan karena perusahaan non likuid memiliki sumber daya yang terbatas untuk melakukan *disclosure* yang terperinci. Pengungkapan informasi tambahan yang dilakukan oleh perusahaan non likuid akan memerlukan biaya yang tidak sedikit. Selain itu pengungkapan yang mendetail mengenai kondisi perusahaan pada perusahaan non likuid dapat membahayakan posisinya dalam kompetisi (Singhvi dan Desai 1971 dalam Mardiyah 2001).

SIMPULAN

Simpulan dari penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid dan non likuid yang terdaftar di BEI. Sedangkan tingkat pengungkapan sukarela tidak berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid yang terdaftar di BEI. Namun tingkat pengungkapan sukarela berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan non likuid yang terdaftar di BEI. Selain itu penelitian ini juga menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan wajib tidak berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas baik pada perusahaan likuid maupun non likuid yang terdaftar di BEI. Terdapat perbedaan pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap biaya modal ekuitas pada perusahaan likuid dan non likuid yang terdaftar di BEI.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah terletak pada metode pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* menjadikan sampel yang terpilih berjumlah sedikit. Berdasarkan kriteria yang digunakan hanya 84 emiten yang memenuhi kriteria dari periode 2005 sampai dengan 2007. Dari 84 sampel tersebut dibagi lagi menjadi dua kelompok sampel yaitu 31 sampel likuid dan 53 sampel non likuid. Jumlah tersebut mungkin tidak dapat menggambarkan keadaan populasi yang sesungguhnya. Selain itu penelitian ini tidak memasukkan variabel lainnya yang juga mungkin berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas, seperti variabel ekonomi makro. Disisi lain pemakaian *CAPM* sebagai proksi dari biaya modal ekuitas mengandung beberapa kelemahan seperti yang diungkapkan Botosan (1997) dalam Komalasari (2000). Kelemahan tersebut antara lain, *CAPM* kurang tepat digunakan sebagai proksi *cost of equity capital* mengingat ia tidak mencerminkan keterkaitannya secara langsung dengan *disclosure* yang dilakukan oleh perusahaan emiten.

DAFTAR RUJUKAN

Bapepam. 2000. *Pedoman Penyajian Laporan Keuangan*. (Online), (http://www. bapepam.go.id/old/ hukum/peraturan/ emiten/VIII.G7.PDF). Diunduh tanggal 19 Februari 2009.

Anonim 1996. *Pedoman Penyajian Laporan Tahunan*. (Online), (http://www. bapepam.go.id/old/ hukum/peraturan/ emiten/VIII.G7.PDF), diakses 28 Januari 2009.

Botosan, C.A. 1997. "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital". *The Accounting Review*. Vol 72, No3 hal. 323-349.

Fitriany. 2001. "Signifikansi Perbedaan Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Wajib dan Sukarela Pada Laporan Keuangan Perusahaan Publik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta". *Simposium Nasional Akuntansi IV*. Bandung.

Gulo, Y. 2000. "Analisis Efek Luas Pengungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan Terhadap Cost Of Equity Capital Perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 2, No 1 April, hal 45-62.

Gunawan, Y. 2000. "Analisis Pengungkapan Informasi Laporan Tahunan Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta". *Simposium nasional akuntnasi III*. Jakarta.

Huda, N. 2006. "Analisa Hubungan Antara Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Sukarela Laporan Keuangan Tahunan Dengan Tingkat Lukuiditas Dan Tingkat Leverage Perusahaan Publik Yang Terdaftar di BEJ". *Skripsi*. Malang: Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.

Husnan, S. dan E. Pudjiastuti. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta. UPP AMP YKPN.

Indriantoro, N dan B. Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta. BPFE.

Hartono, J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta. BPFE.

Hartono, J. 2004. *How,Why, and When Investors Revise Their Beliefs to Company Information and Their Implication to Firm's Announcement Policy*. Yogyakarta. Andi

Juniarti, F.Y. 2003. Pengaruh Tingkat Disclosure Terhadap Biaya Ekuitas. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan. (Online)*, Vol5 No2 (http://www.digilibpetra.ac.id). Diunduh tanggal 15 September 2008.

Khomsiyah. 2003. "Hubungan Corporate Governance dan Pengungkapan Informasi: Pengujian Secara Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI"*. Surabaya.

Komalasari, P.T. 2000. "Asimetri Informasi dan Cost Of Equity Capital". *Simposium Nasional Akuntansi III*. Jakarta.

Mardiyah, A.A. 2001. "Pengaruh Informasi Asimetri dan *Disclosure* terhadap Cost of Capital". *Simposium Nasional Akuntansi IV*. Bandung.

Marwata. 2001. "Hubungan Antara Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik di Indonesia". *Simposium Nasional Akuntansi IV*. Bandung.

Murni, S.A. 2003. Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela dan Asimetri Informasi Terhadap Cost Of Equity Capital Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.

Prakoso, Y. 2008. Capital Aset Pricing Models. *(Online)*, (http://www.sahambei. co.id). Diunduh tanggal 20 September 2008.

Sari, R.S. (2005). Pengaruh Pengungkapan Sukarela dan Ukuran Perusahaan Terhadap Biaya Modal Ekuitas Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. Skripsi Tidak Dipublikasikan. Malang: Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.

Subroto, B. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepatuhan Kepada Ketentuan Pengungkapan Wajib Oleh Perusahaan-Perusahaan Publik dan Implikasinya Terhadap Kepercayaan Para Investor Di Pasar Modal. *Disertasi*. Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.

Suwardjono. 2005. *Teori Akuntansi Perekayasaan Pelaporan Keuangan*. Yogyakarta. BPFE.

Utami, W. 2005. "Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas (Studi Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur)". *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo.