

PENGARUH *VOLUNTARY DISCLOSURE*, RELEVANSI NILAI, DAN KEPEMILIKAN ASING TERHADAP *COST OF EQUITY*: ASIMETRI INFORMASI SEBAGAI VARIABEL PEMEDIASI

Clara Alverina Santoso
Fransiskus E. Daromes*
fedaromes@gmail.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Atma Jaya Makassar Indonesia

ABSTRACT

The purpose of this study was to investigate the effect of voluntary disclosure, value relevance, and foreign ownership on information asymmetry, the effect of voluntary disclosure, value relevance, foreign ownership, and information asymmetry on the cost of equity and the mediating role of information asymmetry to voluntary disclosure, value relevance, and foreign ownership of the cost of equity. Population used in this study is the whole manufacturing company listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) period 2015 - 2017. Total samples are 240 companies for 3 years selected by purposive sampling method and using secondary data, i.e. annual report and financial report collected from IDX database, yahoo finance and each company's official website. The results of this study indicate that voluntary disclosure and value relevance of financial statements can reduce information asymmetry, while foreign ownership can increase information asymmetry, but the influence of value relevance and foreign ownership is weak. The findings also indicate voluntary disclosure, value relevance, and information asymmetry can increase the cost of equity, while foreign ownership can reduce the cost of equity, but the effect of voluntary disclosure, value relevance, and foreign ownership is weak. This finding implies that companies must pay attention to the problem of information asymmetry because investor trust is important in reducing the company's cost of equity. Low information asymmetry will also increase security for investors in investing.

Keywords: *voluntary disclosure, value relevance, foreign ownership, asymmetry information, and cost of equity.*

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menginvestigasi pengaruh *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing terhadap asimetri informasi, pengaruh *voluntary disclosure*, relevansi nilai, kepemilikan asing, dan asimetri informasi terhadap *cost of equity* serta peran mediasi dari asimetri informasi kepada *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing terhadap *cost of equity*. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015 – 2017. Jumlah sampel sebanyak 240 perusahaan selama 3 tahun yang dipilih melalui metode *purposive sampling*. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan tahunan dan laporan keuangan yang diperoleh dari *database* BEI, *yahoo finance*, dan *website* resmi perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan *voluntary disclosure* dan relevansi nilai laporan keuangan dapat menurunkan asimetri informasi yang terjadi, sedangkan adanya kepemilikan asing dapat meningkatkan asimetri informasi, namun pengaruh relevansi nilai dan kepemilikan asing terindikasi kurang kuat. Hasil temuan juga mengindikasikan *voluntary disclosure*, relevansi nilai laporan keuangan, dan asimetri informasi dapat meningkatkan *cost of equity*, sedangkan adanya kepemilikan asing dapat menurunkan *cost of equity*, namun pengaruh *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing kurang kuat. Temuan ini menyiratkan bahwa perusahaan harus memperhatikan masalah asimetri informasi karena kepercayaan investor merupakan hal yang penting dalam menurunkan *cost of equity* perusahaan. Asimetri informasi yang rendah juga akan meningkatkan rasa aman bagi investor dalam berinvestasi.

Kata kunci: *voluntary disclosure, relevansi nilai, kepemilikan asing, asimetri informasi, dan cost of equity.*

PENDAHULUAN

Biaya modal (*cost of capital*) perusahaan terdiri atas *cost of debt* dan *cost of equity*. *Cost of equity* suatu perusahaan pasti lebih besar dari *cost of debt*-nya. Hal ini karena pengembalian dari modal sendiri lebih berisiko

dari pengembalian modal utang. Pada modal utang, baik keadaan perusahaan rugi atau untung cicilan utang harus terus dibayar sedangkan pada *modal sendiri* perusahaan akan memberikan tingkat pengembalian dalam bentuk dividen hanya jika ada uang lebih setelah

- *Corresponding.*

perusahaan membayarkan semua kewajiban-kewajibannya. Apabila perusahaan rugi, pemilik *equity* tidak akan mendapatkan apa-apa.

Perusahaan dapat menghimpun sejumlah dana berupa modal sendiri melalui pasar modal. PT Krakatau Steel Tbk resmi dicatatkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai emiten ke-16 di tahun 2010 dengan kode KRAS. Perseroan berhasil menghimpun dana sebesar Rp2,68 triliun dari hasil penawaran umum. Dengan jumlah saham yang ditawarkan 3.155.000.000 saham dan jumlah saham yang dipesan sebesar 4.874.206.000 (kabarbisnis.com). Agar dapat menghimpun dana sebesar Rp2,68 triliun melalui penerbitan saham, PT Krakatau Steel tentunya harus mengeluarkan sejumlah *cost*, inilah yang disebut *cost of equity*.

Meskipun lebih berisiko, perusahaan dapat menghimpun dana lebih banyak dan terbebas dari kewajiban membayar pada saat perusahaan mengalami kerugian. Oleh karena itu pendanaan lewat pasar modal terus meningkat. Laporan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menunjukkan bahwa, pendanaan lewat pasar modal terus meningkat hingga Oktober 2017. Ini terjadi ketika pertumbuhan kredit perbankan tidak terlalu tinggi. Deputi Komisioner Pengaturan dan Pengawasan Terintegrasi OJK Imansyah menyatakan, hingga Oktober 2017, penghimpunan dana di pasar modal mencapai Rp 197 triliun. Realisasi ini lebih tinggi dibandingkan pada bulan sebelumnya yang tercatat sebesar Rp 163 triliun (Setiawan, 2017).

Cost of equity merupakan jumlah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (Indayani *et al.*, 2013). Investor yang kurang informasi harus mengeluarkan biaya lebih untuk mendapat informasi mengenai investasinya, akibatnya investor cenderung akan menahan saham yang dimiliki dan mengakibatkan penurunan likuiditas saham. Penurunan likuiditas saham mengindikasikan tingginya risiko yang akan dihadapi investor, karena investor tidak memiliki kesempatan untuk mengkonversi saham berisiko yang dimiliki menjadi kas atau setara kas dengan mudah. Akibatnya tingkat pengembalian yang diharapkan investor

meningkat dan berujung pada peningkatan *cost of equity* bagi perusahaan.

Hubungan antara asimetri informasi dan *cost of equity* telah diungkapkan oleh Diamond dan Verrecchia (1991). Secara analitis, Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa dengan mengungkapkan informasi privat, *return* yang diminta (*required rate of return*) oleh investor akan menurun karena turunnya biaya transaksi sebagai hasil dari penurunan *adverse selection problem* dan pada akhirnya *cost of equity* juga mengalami penurunan. Semakin besar asimetri informasi di antara partisipan pasar akan menghasilkan peningkatan biaya transaksi dan menurunkan likuiditas sehingga *return* yang diminta oleh investor juga meningkat.

Salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi di pasar modal adalah melalui pengungkapan (*disclosure*) laporan keuangan oleh emiten. Laporan keuangan diduga mampu memberikan sinyal mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Namun, laporan keuangan yang menyesatkan sangat mungkin akan meningkatkan risiko bagi investor. Lambert *et al.* (2011) menemukan bahwa risiko informasi yaitu risiko atas kualitas informasi dan akurasi informasi yang diterima oleh investor berhubungan dengan *cost of equity*. Hasil riset analitis mereka menyatakan bahwa dalam *setting* kompetisi sempurna, tingkat presisi penilaian arus kas perusahaan di masa mendatang secara langsung memengaruhi *cost of equity*.

Investor sebagai pengguna laporan keuangan juga membutuhkan informasi yang berkualitas. Relevansi nilai menggambarkan kegunaan informasi laporan keuangan bagi investor relatif terhadap seluruh informasi yang digunakan oleh investor pada pasar modal (Lev dan Zarowin, 1999). Karakteristik fundamental yang harus dipenuhi suatu laporan keuangan adalah *relevance* dan *faithful representation*. Informasi keuangan yang disajikan perusahaan bisa menjadi tidak berguna apabila tidak memenuhi karakteristik tersebut, karena relevansi nilai (*value relevance*) dapat digunakan untuk melihat gambaran *accounting quality* suatu laporan keuangan (Yuni dan

Rohma, 2013). Hasil penelitian Setiany dan Wulandari (2015) menyatakan bahwa relevansi nilai berpengaruh negatif signifikan terhadap asimetri informasi. Semakin kecil asimetri informasi di antara partisipan pasar akan menghasilkan penurunan biaya transaksi sebagai hasil dari penurunan *adverse selection problem* sehingga *return* yang diminta oleh investor juga menurun, sehingga *cost of equity* mengalami penurunan.

Menurut catatan BEI, porsi kepemilikan domestik di pasar saham Indonesia per September 2017 adalah sebesar 47,77% dan porsi kepemilikan asing sebesar 52,23% (Ika, 2017). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia masih bergantung dari investasi modal asing. Penelitian Jiang dan Kim (2004) menyatakan tingkat kepemilikan asing dalam perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi. Tetapi hasil penelitian Choi *et al.* (2013) menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap asimetri informasi. Ho dan Taylor (2013) juga menemukan hasil yang serupa dengan Jiang dan Kim (2004), pada penelitiannya di perusahaan China, peneliti berpendapat bahwa investor asing telah berperilaku sebagai agen pengawas eksternal yang efektif. Perusahaan di China dengan kepemilikan asing cenderung tunduk atau patuh terhadap pengawas eksternal, sehingga perusahaan di China yang memiliki kepemilikan asing mempunyai tingkat pengungkapan yang relatif lebih besar.

Penelitian ini ingin mengembangkan penelitian-penelitian terdahulu dengan menganalisis apakah pengaruh mekanisme pengawasan dan pengungkapan sukarela dapat mengurangi *cost of equity* dengan asimetri informasi sebagai variabel mediasi. Mekanisme pengawasan dilihat dari sisi kepemilikan asing dan relevansi nilai karena menurut catatan BEI sebagian besar perusahaan di Indonesia masih bergantung dari investasi modal asing serta karakteristik fundamental yang harus dipenuhi suatu laporan keuangan adalah *relevance* dan *faithful representation*. Mekanisme pengungkapan dilihat dari sisi pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) karena jika pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) sudah cukup untuk memberikan gambaran

secara menyeluruh terhadap aktivitas perusahaan maka asimetri informasi tidak akan terjadi, namun karena seringkali belum cukup maka dibutuhkan *voluntary disclosure*.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan manajer suatu perusahaan sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Pemegang saham yang merupakan *principal* mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau *agent* dari pemegang saham. Jika kedua pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama yaitu memaksimalkan nilai perusahaan, maka diyakini *agent* akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan *principal*. Namun masalah dapat muncul karena *agent* tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik *principal*. Kondisi tersebut mendorong masalah keagenan yang timbul dikarenakan *agent* mempunyai informasi lebih terhadap transaksi potensial dalam perusahaan dibandingkan pihak *principal*, yang disebut sebagai asimetri informasi (Watts dan Zimmerman, 1986).

Upaya untuk mengurangi hingga dapat mengatasi masalah atau konflik yang telah dipaparkan dapat menimbulkan adanya biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung oleh kedua pihak yaitu *principal* dan *agent*. *Agency theory* ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan (Eisenhardt, 1989). Pertama adalah masalah keagenan yang muncul pada saat keinginan – keinginan atau tujuan – tujuan *principal* dan *agent* saling berlawanan dan merupakan hal yang sulit bagi *principal* untuk melakukan verifikasi apakah *agent* telah melakukan sesuatu dengan tepat. Kedua, masalah pembagian dalam menanggung risiko yang timbul dimana *principal* dan *agent* memiliki sikap yang berbeda terhadap risiko. Inti dari hubungan keagenan adalah di dalam hubungan keagenan tersebut terdapat adanya pemisahan antara kepemilikan (pihak *principal*) yaitu pemegang saham dengan pihak

pengendalian (pihak *agent*) yaitu manajer yang mengelola perusahaan.

Signaling Theory

Signaling theory berawal dari tulisan George Akerlof pada karyanya ditahun 1970 “*The Market for Lemons*”, yang memperkenalkan istilah asimetri informasi. Akerlof (1970) mempelajari fenomena ketidakseimbangan informasi mengenai kualitas produk antara pembeli dan penjual, dengan melakukan pengujian terhadap pasar mobil bekas (*used car*). Dari penelitiannya tersebut, Akerlof (1970) menemukan bahwa ketika pembeli tidak memiliki informasi terkait spesifikasi produk dan hanya memiliki persepsi umum mengenai produk tersebut, maka pembeli akan menilai semua produk pada harga yang sama, baik produk yang berkualitas tinggi maupun yang berkualitas rendah, sehingga merugikan penjual produk berkualitas tinggi. Kondisi di mana salah satu pihak (penjual) yang melangsungkan transaksi usaha memiliki informasi lebih atas pihak lain (pembeli) ini disebut *adverse selection* (Scott, 2012). Menurut Akerlof (1970), *adverse selection* dapat dikurangi apabila penjual mengkomunikasikan produk mereka dengan memberikan sinyal berupa informasi tentang kualitas produk yang mereka miliki. Pemikiran Akerlof (1970) selanjutnya dikembangkan oleh Spence (1973) dalam model keseimbangan sinyal (*basic equilibrium signaling model*). Spence (1973) memberikan ilustrasi pada pasar tenaga kerja (*job market*) dan mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja yang baik (*superior performance*) menggunakan informasi finansial untuk mengirimkan sinyal ke pasar.

Cost of Equity

Cost of equity dalam keuangan adalah tingkat pengembalian yang secara teoretis dibayar kepada investor ekuitasnya, yaitu, pemegang saham, untuk mengkompensasi risiko yang mereka lakukan dengan menginvestasikan modal mereka. Perusahaan membutuhkan modal dari orang lain untuk beroperasi dan tumbuh. Individu maupun organisasi yang bersedia memberikan dana mereka kepada orang lain secara alami ingin diberi imbalan.

Utami (2005) menjelaskan bahwa *cost of equity* adalah besarnya *rate* yang digunakan investor untuk mendiskontokan dividen yang diharapkan diterima di masa yang akan datang. *Cost of equity* merupakan *rate of return* yang diperlukan pada berbagai tipe pembiayaan, *cost of equity* secara keseluruhan adalah rata-rata tertimbang dari *rate of return (cost)* individual yang dipersyaratkan. *Rate of return* yang dipersyaratkan untuk suatu ekuitas adalah *rate of return* minimum yang diperlukan untuk menarik investor agar membeli atau menahan suatu sekuritas.

Asimetri Informasi

Asimetri informasi merupakan suatu keadaan dimana manajer memiliki akses informasi atas prospek perusahaan yang tidak dimiliki oleh pihak luar perusahaan. Menurut Scott (2012) asimetri informasi merupakan salah satu pihak yang terlibat dalam transaksi tersebut memiliki keunggulan dan kelebihan informasi mengenai aset yang diperdagangkan dibandingkan dengan pihak lain. Asimetri informasi berhubungan dengan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor, karena dengan adanya asimetri informasi mengakibatkan investor memiliki informasi yang berbeda dan berpotensi dapat merugikan investor.

Scott (2012) membagi asimetri informasi menjadi dua jenis, yaitu *adverse selection* dan *moral hazard*. Menurut Scott (2012) kedua jenis asimetri informasi ini menciptakan sumber tambahan estimasi risiko bagi para investor. Dengan *adverse selection*, parameter yang tidak diketahui adalah kejujuran orang dalam. Dengan *moral hazard*, parameter yang tidak diketahui adalah sejauh mana penyelewengan manajer. Dalam menghadapi asimetri informasi, investor akan melindungi diri mereka sendiri dengan menurunkan harga sekuritas berdasarkan jumlah kerugian yang diharapkan di tangan orang yang memiliki keuntungan informasi, sehingga meningkatkan *cost of equity* perusahaan.

Voluntary Disclosure

Meek *et al.* (1995) mendefinisikan *voluntary disclosure* sebagai pengungkapan

yang melebihi dari persyaratan, mewakili pilihan bebas dari manajemen perusahaan untuk memberikan informasi akuntansi dan lain yang dianggap relevan dengan keputusan, kebutuhan pengguna *annual report* mereka. *Voluntary disclosure* diklasifikasikan oleh para akademisi ke dalam tiga tipe. Informasi strategis yang didalamnya berisi informasi perusahaan secara umum, strategi perusahaan, akuisisi dan *disposals, research and development (R & D)*, dan prospek kedepan serta informasi keuangan yang didalamnya berisi pengungkapan informasi segmen, *review* keuangan, informasi mata uang asing, informasi harga saham dan informasi non-keuangan. Didalam informasi non-keuangan ini berisi tentang direktur, informasi karyawan dan kebijakan sosial. (Qu *et al.*, 2013)

Relevansi Nilai

Relevansi nilai didefinisikan oleh Beaver (2002) sebagai kemampuan informasi akuntansi untuk menjelaskan nilai perusahaan. Terdapat dua tipe model penilaian yang dapat digunakan untuk menginvestigasi hubungan tersebut yaitu model harga (hubungan harga saham dengan nilai buku dan *earnings*) dan model *return* (hubungan *return* saham dengan *earnings* dan perubahan *earnings*). Scott (2012) menjelaskan tentang konsep relevansi nilai akuntansi sesungguhnya menjelaskan mengenai bagaimana investor bereaksi terhadap pengumuman informasi akuntansi. Reaksi yang terjadi membuktikan bahwa kandungan informasi akuntansi merupakan isu yang sangat penting menjadi pertimbangan penting dalam proses pengambilan keputusan investasi yang bermanfaat bagi investor.

Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing sendiri merupakan jenis kepemilikan perusahaan dimana sejumlah saham biasa perusahaan dimiliki atau dipegang oleh pihak asing. Meskipun kepemilikan asing mungkin bukan merupakan proporsi terbesar dalam struktur kepemilikan, ia tetap dianggap sebagai bagian penting dari struktur kepemilikan perusahaan di pasar negara berkembang (Douma *et al.*, 2006). Douma *et al.* (2006) menemukan bahwa kepemilikan asing

memiliki dampak positif pada kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemegang saham asing dapat memainkan peran pemantauan dalam sistem tata kelola internal perusahaan. Kim (2011) berpendapat bahwa pemilik asing membantu perusahaan mengurangi masalah agensi, yang meningkatkan nilai perusahaan.

Kerangka Teoritis

Agency theory menyatakan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan investor. Manajemen diberi wewenang oleh pemilik untuk melakukan operasional perusahaan, sehingga manajemen lebih banyak mempunyai informasi dibandingkan pemilik. Asimetri informasi yang terjadi antara manajemen dan investor sebagai pengguna laporan keuangan menyebabkan investor tidak dapat mengamati seluruh kinerja perusahaan secara sempurna.

Myers dan Majluf (1984) menemukan bahwa ketidaksempurnaan pasar dapat menciptakan masalah asimetri informasi di pasar modal. Masalah asimetri informasi di pasar modal yang tidak sempurna seringkali menyulitkan bagi penyedia dana eksternal untuk mengevaluasi kualitas peluang investasi perusahaan. Investor yang kurang informasi harus mengeluarkan biaya lebih untuk mendapat informasi mengenai investasinya, akibatnya investor cenderung akan menahan saham yang dimiliki dan mengakibatkan penurunan likuiditas saham. Penurunan likuiditas saham mengindikasikan tingginya risiko yang akan dihadapi investor, karena investor tidak memiliki kesempatan untuk mengkonversi saham berisiko yang dimiliki menjadi kas atau setara kas dengan mudah. Akibatnya tingkat pengembalian yang diharapkan investor meningkat dan berujung pada peningkatan *cost of equity* bagi perusahaan.

Perusahaan yang baik harus senantiasa bersikap transparan untuk menjaga kepercayaan dan ekspektasi investor. Spence (1973) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja yang baik (*superior performance*) menggunakan informasi finansial untuk mengirimkan sinyal ke pasar. Informasi mengenai perusahaan merupakan sinyal bagi

investor dalam keputusan berinvestasi. Sinyal dapat berupa informasi yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain melalui pengungkapan yang melebihi dari persyaratan, yaitu *voluntary disclosure*.

Selain jumlah informasi, perusahaan perlu memperhatikan kualitas dari informasi yang dilaporkan. Karakteristik fundamental yang harus dipenuhi suatu laporan keuangan adalah *relevance* dan *faithful representation*. Informasi keuangan yang disajikan perusahaan bisa menjadi tidak berguna apabila tidak memenuhi karakteristik tersebut. Relevansi nilai (*value relevance*) dapat digunakan untuk melihat gambaran *accounting quality* suatu laporan keuangan (Yuni dan Rohma, 2013). Informasi yang relevan akan membantu investor membuat prediksi sehingga *cost of equity* dapat diturunkan.

Eun dan Resnick (2007) menyatakan bahwa perusahaan memiliki insentif untuk menginternasionalkan struktur kepemilikan mereka untuk menurunkan *cost of capital* dan meningkatkan pangsa pasar. Semakin banyak pihak asing yang menanamkan sahamnya diperusahaan maka akan meningkatkan kinerja dan keterbukaan dari perusahaan yang di investasikan, sehingga asimetri informasi dapat diatasi. Hal ini terjadi karena pihak asing yang menanamkan modal saham pada umumnya memiliki sistem manajemen, teknologi dan inovasi, keahlian dan pemasaran yang lebih baik sehingga bisa membawa sinyal positif bagi investor karena risiko pengembalian atas investasi dapat berkurang.

Perusahaan diharapkan dapat meminimalisir risiko sehingga *cost of equity* dapat diturunkan melalui mekanisme pengawasan dan pengungkapan yang dimediasi oleh asimetri informasi. Mekanisme pengawasannya diukur melalui kepemilikan asing dalam perusahaan dan relevansi nilai dari pelaporan keuangan. Mekanisme pengungkapan diukur melalui *voluntary disclosure*.

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis di atas, maka hipotesis penelitian ini adalah:

- H₁: *Voluntary disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap asimetri informasi.
- H₂: Relevansi nilai berpengaruh negatif dan signifikan terhadap asimetri informasi.
- H₃: Kepemilikan asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap asimetri informasi.
- H₄: Asimetri informasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cost of equity*.
- H₅: *Voluntary disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of equity*.
- H₆: Relevansi nilai berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of equity*.
- H₇: Kepemilikan asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of equity*.
- H₈: Asimetri informasi memediasi pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity*.
- H₉: Asimetri informasi memediasi pengaruh relevansi nilai terhadap *cost of equity*.
- H₁₀: Asimetri informasi memediasi pengaruh kepemilikan asing terhadap *cost of equity*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yang membangun hubungan kausal. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan sebab-akibat yaitu pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing, sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah *cost of equity*. Selain variabel independen dan variabel dependen, dalam penelitian ini terdapat variabel mediasi yaitu asimetri informasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015 - 2017. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling*, dimana peneliti memilih sampel yang memenuhi kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan data berupa laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang diterbitkan oleh seluruh perusahaan untuk periode 2015 - 2017. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data dalam penelitian ini berasal dari laporan keuangan dan laporan tahunan yang telah dipublikasikan dari data base Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), yahoo finance, dan website resmi masing-masing perusahaan selama tahun 2015 - 2017.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1) Cost of Equity

Cost of equity dalam keuangan adalah tingkat pengembalian yang secara teoretis dibayar kepada investor ekuitasnya, yaitu, pemegang saham, untuk mengkompensasi risiko yang mereka lakukan dengan menginvestasikan modal mereka. Ecker *et al.* (2012) dan Fu Renhui *et al.* (2012) telah mengukur *cost of equity* menggunakan *Capital Asset Pricing Modal* (CAPM).

$$Cost\ of\ equity_{it} = R_f + \beta_i(R_{mt} - R_f)$$

Keterangan:

$Cost\ of\ equity_{it}$ = Cost of equity perusahaan i pada periode t

R_f = Return bebas risiko diproksi dengan tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia 1 bulan

R_{mt} = Return pasar yang diperoleh dari IHSG pada bulan t ditambah IHSG pada bulan t-1 dibagi IHSG pada bulan t-1

β_i = Risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan

2) Asimetri Informasi

Menurut Scott (2012) asimetri informasi merupakan salah satu pihak yang terlibat dalam transaksi tersebut memiliki keunggulan dan kelebihan informasi mengenai aset yang diperdagangkan dibandingkan dengan pihak

lain. Pengukuran asimetri informasi dapat dilakukan dengan berbagai pengukuran. Cohen (2003) mengukur asimetri informasi dengan proksi *bid-ask spread*.

$$SPREAD_{jt} = \frac{(ask_{jt} - bid_{jt})}{\left(\frac{ask_{jt} + bid_{jt}}{2}\right)} \times 100$$

Keterangan:

SPREAD = Selisih harga saat *ask* dengan harga *bid* perusahaan j yang terjadi pada bulan t.

Ask_{jt} = Harga permintaan tertinggi saham perusahaan j yang terjadi bulan t.

Bid_{jt} = Harga penawaran terendah saham perusahaan j yang terjadi pada bulan t.

3) Voluntary Disclosure

Meek *et al.* (1995) mendefinisikan *voluntary disclosure* sebagai pengungkapan yang melebihi dari persyaratan, mewakili pilihan bebas dari manajemen perusahaan untuk memberikan informasi akuntansi dan lain yang dianggap relevan dengan keputusan, kebutuhan pengguna *annual report* mereka. *Voluntary disclosure* diukur dengan indeks pengungkapan sukarela yang digunakan oleh Nindiasari (2018). Cara pengukurannya adalah sebagai berikut:

$$VDI = \frac{n}{k} \times 100\%$$

Keterangan:

VDI = *Voluntary disclosure index*

n = *Total disclosures score*

k = *Total disclosures item*

4) Relevansi Nilai

Relevansi nilai diartikan sebagai kemampuan laba dalam menjelaskan variasi *return* dan variabel relevansi nilai diukur dengan skema order nilai negatif dari *adjusted R²* berdasarkan Francis *et al.* (2004). Pada penelitian ini relevansi nilai dihitung sebagai berikut.

$$Value\ Relevance = -R_{jt}^2$$

Adjusted R² diperoleh dari persamaan berikut.

$$RET_{jt} = \beta_0 + \beta_1 Earnings_{jt} + \beta_2 \Delta Earnings_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Keterangan:

RET_{jt} = Return rata-rata selama 15 bulan (bulan Januari tahun t sampai Maret tahun t+1) perusahaan j tahun t.

$Earnings_{jt}$ = Laba bersih sebelum pos luar biasa perusahaan j tahun t.

5) Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing didefinisikan sebagai proporsi nilai saham biasa yang ditanamkan oleh individu atau institusi asing di perusahaan yang ada di Indonesia (Bokpin & Isshaq, 2009). Dalam penelitian ini, kepemilikan asing diukur berdasarkan persentase kepemilikan saham oleh pihak asing

Berdasarkan hasil analisis statistik F (*F-test*) di atas, menunjukkan bahwa pada persamaan substruktur 1 yang menguji pengaruh *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing secara simultan terhadap asimetri informasi memiliki nilai signifikansi sebesar $0 < 0,05$. Hal ini mengindikasikan bahwa *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing secara bersama-sama (simultan) memengaruhi asimetri informasi. Dengan demikian model pada persamaan substruktur 1 telah dibangun dengan baik.

Persamaan substruktur 2 pada analisis di atas yang menguji pengaruh *voluntary disclosure*, relevansi nilai, kepemilikan asing, dan asimetri informasi terhadap *cost of equity* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,010 < 0,05$.

dalam sebuah perusahaan (Setiawan *et al.*, 2015).

$$FO = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak asing}}{\text{Total jumlah saham yang beredar}}$$

Keterangan:

FO = Persentase kepemilikan asing

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Simultan (Uji F)

Uji F (*F-Test*) yang juga dikenal sebagai uji ANOVA digunakan untuk mengetahui ada-tidaknya dan seberapa besar variabel-variabel independen secara bersama-sama (simultan) memengaruhi variabel dependen dan untuk menguji apakah model regresi dapat memprediksi variabel dependen.

Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *voluntary disclosure*, relevansi nilai, kepemilikan asing, dan asimetri informasi terhadap *cost of equity*. Dengan demikian, model pada persamaan substruktur 2 juga telah di bangun dengan baik.

Hasil Uji Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen dalam regresi. Jika hasil perhitungan menunjukkan nilai probabilitas $< 0,05$, berarti terdapat pengaruh secara parsial yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel .1. Hasil Uji Statistik F

Variabel Eksogenus	Variabel Endogenus	F	Sig.
<i>Voluntary Disclosure</i> (VD) Relevansi Nilai (RN) Kepemilikan Asing (KA)	Asimetri Informasi (AI)	9,562	0,000
<i>Voluntary Disclosure</i> (VD) Relevansi Nilai (RN) Kepemilikan Asing (KA) Asimetri Informasi (AI)	<i>Cost of Equity</i> (COE)	3,492	0,010

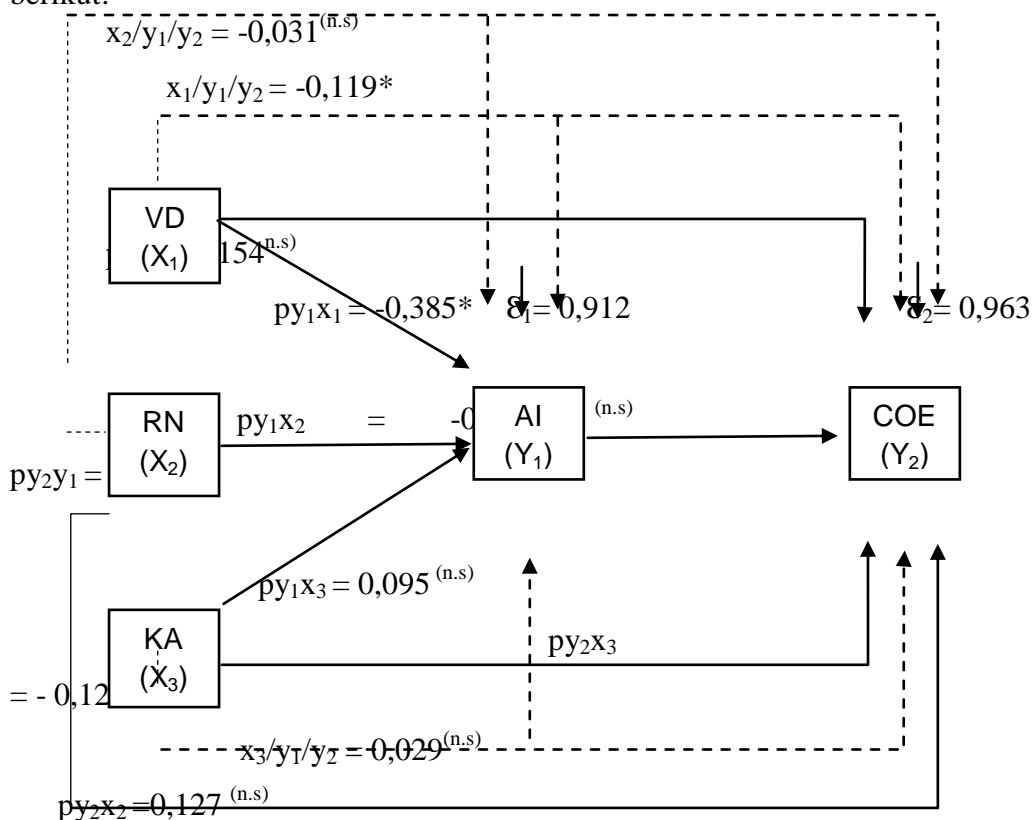
Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2019)

Tabel 2. Hasil Uji t

Struktur Model	Standardized Coefficients Beta	Sig.	Keterangan
Substruktur 1 (Pengaruh <i>Voluntary Disclosure</i> , Relevansi Nilai, dan Kepemilikan Asing terhadap Asimetri Informasi)			
<i>Voluntary Disclosure</i> (VD)			
Relevansi Nilai (RD)	-0,385	0,000	Signifikan
Kepemilikan Asing (KA)	-0,100	0,229	Tidak Signifikan
	0,095	0,251	Tidak Signifikan
Substruktur 2 (Pengaruh <i>Voluntary Disclosure</i> , Relevansi Nilai, Kepemilikan Asing, dan Asimetri Informasi terhadap <i>Cost of Equity</i>)			
<i>Voluntary Disclosure</i> (VD)			
Relevansi Nilai (RN)	0,154	0,106	Tidak Signifikan
Kepemilikan Asing (KA)	0,127	0,151	Tidak Signifikan
Asimetri Informasi (AI)	-0,128	0,148	Tidak Signifikan
	0,310	0,001	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2019)

Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah diperoleh untuk model penelitian ini, dapat digambarkan model diagram jalur sebagai berikut:



Gambar .1 Model Analisis Jalur

Keterangan:

- * = Berpengaruh signifikan
- (n.s) = Berpengaruh tidak signifikan
- = Pengaruh langsung
- = Pengaruh tidak langsung

Persamaan struktural yang dapat dirumuskan berdasarkan model diagram jalur yang telah digambarkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

Persamaan Substruktur 1

$$y_1 = -0,385 x_1 - 0,100 x_2 + 0,095 x_3 + 0,912$$

Persamaan Substruktur 2

$$y_2 = 0,310 y_1 + 0,154 x_1 + 0,127 x_2 - 0,128 x_3 + 0,963$$

Keterangan:

$$\varepsilon_1 = \sqrt{1 - \text{adjusted } R^2} = \sqrt{1 - 0,169} = 0,912$$

$$\varepsilon_2 = \sqrt{1 - \text{adjusted } R^2} = \sqrt{1 - 0,073} = 0,963$$

Hasil uji t dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.2. Pembahasan hasil uji t adalah sebagai berikut:

- 1) Pengaruh *voluntary disclosure* terhadap asimetri informasi adalah sebesar -0,385 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0 < 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa *voluntary disclosure* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap asimetri informasi.
- 2) Pengaruh relevansi nilai terhadap asimetri informasi adalah sebesar -0,100 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,229 > 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa relevansi nilai memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap asimetri informasi.
- 3) Pengaruh kepemilikan asing terhadap asimetri informasi adalah sebesar 0,095 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,251 > 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap asimetri informasi.
- 4) Pengaruh asimetri informasi terhadap *cost of equity* adalah sebesar 0,310 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,001 < 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cost of equity*.

- 5) Pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity* adalah sebesar 0,154 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,106 > 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa *voluntary disclosure* memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*.
- 6) Pengaruh relevansi nilai terhadap *cost of equity* adalah sebesar 0,127 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,151 > 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa relevansi nilai memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*.
- 7) Pengaruh kepemilikan asing terhadap *cost of equity* adalah sebesar -0,128 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,148 > 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*.

Hasil Uji Sobel (Sobel Test)

Berdasarkan hasil analisis pengujian sobel pada tabel .3 menunjukkan bahwa pengaruh *voluntary disclosure* (VD) terhadap *cost of equity* (COE) melalui asimetri informasi (AI) memiliki nilai probabilitas signifikansi (*p value of sobel test*) sebesar $0,006 < 0,05$. Hasil analisis pengujian pengaruh tidak langsung, substruktur 1 variabel VD terhadap COE memiliki probabilitas signifikansi sebesar $0 < 0,05$ dan substruktur 2 variabel AI terhadap COE memiliki probabilitas signifikansi sebesar $0,001 < 0,05$. Dengan demikian, H_8 , yang menyatakan bahwa asimetri informasi memediasi pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity*, diterima. Pengaruh relevansi nilai (RN) terhadap *cost of equity* (COE) melalui asimetri informasi (AI) berdasarkan hasil analisis *sobel test* memiliki nilai probabilitas signifikansi sebesar $0,256 > 0,05$. Hasil analisis pengujian pengaruh tidak langsung, substruktur 1 variabel RN terhadap COE memiliki probabilitas signifikansi sebesar $0,229 > 0,05$ dan substruktur 2 variabel AI terhadap COE memiliki probabilitas signifikansi sebesar $0,001 < 0,05$. Dengan demikian, H_9 , yang menyatakan bahwa asimetri informasi memediasi pengaruh relevansi nilai terhadap *cost of equity*, ditolak.

Tabel .3
Hasil Perhitungan Uji Sobel

	Nilai Estimasi	Standard Error	p value of sobel test
VD → COE via AI	-0,992 : 0,076	0,212 : 0,023	0,006
RN → COE via AI	-0,892 : 0,076	0,738 : 0,023	0,256
KA → COE via AI	0,168 : 0,076	0,145 : 0,023	0,274

Sumber: Data Olahan (2019)

Hasil analisis pengujian sobel menunjukkan nilai probabilitas signifikansi pengaruh kepemilikan asing (KA) terhadap *cost of equity* (COE) melalui asimetri informasi (AI) adalah sebesar $0,274 > 0,05$. Dalam analisis pengaruh tidak langsung substruktur 1 variabel KA terhadap AI memiliki probabilitas signifikansi $0,251 > 0,05$ dan substruktur 2 variabel AI terhadap COE memiliki probabilitas signifikansi sebesar $0,001 < 0,05$. Dengan demikian, H_{10} , yang menyatakan bahwa asimetri informasi memediasi pengaruh kepemilikan asing terhadap *cost of equity*, ditolak.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap Asimetri Informasi

Voluntary disclosure memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap asimetri informasi. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.2 dimana *standardized coefficients* regresinya sebesar $-0,385$ dengan probabilitas signifikansi $0 > \text{Alpha } 0,05$. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi komposisi *voluntary disclosure*, maka asimetri informasi yang terjadi semakin berkurang. *Voluntary disclosure* dalam laporan tahunan perusahaan dapat menambah kelengkapan informasi.

Voluntary disclosure juga bisa menjadi salah satu cara yang digunakan perusahaan untuk meningkatkan kredibilitas pelaporan keuangan. Strategi dan rencana bisnis serta profil direksi dan informasi karyawan yang diungkapkan akan memberikan gambaran kepada investor mengenai dana yang mereka investasikan akan dikelola dengan cara seperti apa dan

oleh siapa. *Voluntary disclosure* juga menunjukkan adanya ketransparanan keadaan suatu perusahaan yang sebenarnya antara pihak pengendali (pihak *agent*) yaitu manajer yang mengelola perusahaan dengan pemilik (pihak *principal*) yaitu pemegang saham. Semakin tinggi *voluntary disclosure* yang dilakukan perusahaan untuk mengkomunikasikan kinerja mereka dengan memberikan sinyal berupa informasi tambahan selain yang seharusnya dilaporkan, ketimpangan informasi bisa diminimalisir yang mengakibatkan penurunan asimetri informasi.

Pengaruh Relevansi Nilai terhadap Asimetri Informasi

Pengaruh relevansi nilai terhadap asimetri informasi yang ditunjukkan pada tabel 4.2 mengindikasikan pengaruh negatif tetapi tidak signifikan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.2 dimana *standardized coefficients* regresinya sebesar $-0,100$ dengan probabilitas signifikansi $0,229 > \text{Alpha } 0,05$. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi relevansi nilai maka asimetri informasi yang terjadi cenderung menurun, akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang kuat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Setiany dan Wulandari (2015) yang menemukan bahwa relevansi nilai memiliki hubungan negatif terhadap asimetri informasi. Ini berarti bahwa relevansi nilai yang tinggi akan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Namun penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Indriani dan Khoiriyah (2010) yang menemukan bahwa relevansi

nilai berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap konsekuensi ekonomis.

Konsep relevansi nilai tidak terlepas dari kriteria relevan dari standar akuntansi keuangan karena jumlah suatu angka akuntansi akan relevan jika jumlah yang disajikan merefleksikan informasi-informasi yang relevan dengan penilaian suatu perusahaan. Oleh karena itu semakin relevan suatu laporan keuangan akan memberikan sinyal positif kepada investor. Hal ini akan menimbulkan kepercayaan investor kepada perusahaan dan menurunkan asimetri informasi. Namun relevansi nilai tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap asimetri informasi. Hal ini dapat disebabkan karena kualitas pelaporan keuangan yang diukur melalui relevansi nilai belum cukup memberikan jaminan kualitas laporan keuangan secara keseluruhan, dimana ketepatanwaktuan dan konservatisme juga perlu diperhatikan agar informasi yang diperoleh investor dapat bermanfaat untuk pengambilan keputusan.

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Asimetri Informasi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap asimetri informasi. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.2 di mana *standardized* koefisien regresinya sebedar 0,095 dan probabilitas signifikansinya sebesar $0,251 > 0,05$. Penelitian ini menunjukkan peningkatan kepemilikan asing dapat memberikan pengaruh terhadap asimetri informasi, akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Jiang dan Kim (2004) serta Ho dan Taylor (2013) yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan asing dalam perusahaan berbanding terbalik dengan asimetri informasi namun sejalan dengan hasil penelitian Choi *et al.* (2013) yang menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap asimetri informasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan asing maka asimetri informasi yang terjadi semakin tinggi pula. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan asing dalam pasar modal negara berkembang, berbeda dengan negara maju. Menurut Choi *et al.* (2013), mengingat perusahaan beroperasi dalam lingkungan pengungkapan yang kurang ketat dengan perlindungan investor yang lebih sedikit, pemilik asing lebih cenderung ingin menjadi pemegang informasi yang unggul dengan memanfaatkan asimetri informasi daripada bekerja untuk meningkatkan informasi umum. Sesuai dengan asumsi tentang sifat manusia yang dinyatakan oleh Eisenhardt (1989). Dalam asumsi ini ditekankan bahwa manusia memiliki kecenderungan sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan menghindari risiko (*risk aversion*).

Pengaruh Asimetri Informasi terhadap Cost of Equity

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa asimetri informasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *cost of equity*. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.2 di mana *standardized* koefisien regresinya sebedar 0,310 dan probabilitas signifikansinya sebesar $0,001 < 0,05$. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi asimetri informasi, maka *cost of equity* cenderung akan meningkat.

Hubungan antara asimetri informasi dan *cost of equity* telah diungkapkan oleh Diamond dan Verrecchia (1991). Secara analitis, Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa dengan mengungkapkan informasi privat, *return* yang diminta (*required rate of return*) oleh investor akan menurun karena turunnya biaya transaksi sebagai hasil dari penurunan *adverse selection problem* dan pada akhirnya *cost of equity* juga mengalami penurunan.

Cost of equity perusahaan pada penelitian ini diukur menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang merupakan model penetapan biaya modal dengan menganalisis hubungan antara tingkat *return* saham yang diharapkan dengan *return* pasar yang terjadi. Besarnya tingkat *return* saham yang diharapkan oleh investor ini merupakan *cost of equity* yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Semakin besar asimetri informasi di antara partisipan pasar akan menghasilkan peningkatan biaya transaksi dan menurunkan likuiditas sehingga *return* yang diminta oleh investor juga meningkat. Hal ini mengindikasikan asimetri informasi menyebabkan investor kesulitan mencari informasi sehingga *cost of equity* meningkat.

Pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap *Cost of Equity*

Berdasarkan hasil tabel 4.2, pengaruh langsung *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity* yang ditunjukkan melalui *standardized coefficients beta* adalah sebesar 0,154 dengan probabilitas signifikansi $0,106 < 0,05$. Dengan demikian, *voluntary disclosure* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*. Besar pengaruh positif yang diberikan *voluntary disclosure* terhadap asimetri informasi yaitu 15,4%. Penelitian ini menunjukkan semakin besar *voluntary disclosure* yang dilakukan oleh perusahaan maka akan mengakibatkan *cost of equity* yang semakin tinggi pula.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kristandl dan Bontis (2007). Hasil penelitiannya menunjukkan hubungan negatif antara *voluntary disclosure* dan *cost of equity*. Ketidakkonsistenan penelitian ini dapat disebabkan karena informasi yang diungkapkan perusahaan malah membuat investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi. Misalnya pada informasi strategi bisnis yang dipaparkan perusahaan dalam laporannya dapat memberikan keuntungan yang besar namun dipandang berisiko bagi

investor, tentunya investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi atas investasinya.

Menurut Gulo (2000), pengungkapan yang tinggi tidak selalu menurunkan *cost of equity*. Pada perusahaan yang memiliki banyak masalah, seperti tingkat utang yang tinggi atau terkait masalah pencemaran lingkungan, semakin banyak informasi berisiko yang diketahui investor dapat menyebabkan investor meminta *return* yang lebih tinggi, sebagai akibat dari kondisi tersebut, *cost of equity* yang ditanggung perusahaan semakin tinggi pula. Menurut Suropto (1998) *voluntary disclosure* yang menunjukkan pengaruh tidak signifikan dapat disebabkan karena perusahaan juga umumnya mempertimbangkan biaya dan manfaat dari pengungkapan informasi. Bagi pihak manajemen, tingkat *disclosure* yang tinggi membutuhkan *cost* yang tinggi pula (Mardiyah, 2002).

Pengaruh Relevansi Nilai terhadap *Cost of Equity*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa relevansi nilai memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.2 di mana *standardized* koefisien regresinya sebedar 0,127 dan probabilitas signifikansinya sebesar $0,151 < 0,05$. Dengan kata lain peningkatan relevansi nilai laporan keuangan cenderung meningkatkan *cost of equity*. Penelitian ini menunjukkan bahwa relevansi nilai laporan keuangan dapat memberikan pengaruh positif terhadap *cost of equity* tetapi tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat.

Laporan keuangan yang semakin relevan diharapkan dapat menurunkan *cost of equity* perusahaan karena dianggap dapat mengurangi risiko informasi sehingga estimasi risiko oleh investor tidak tinggi. Estimasi risiko yang rendah ini diharapkan mengakibatkan tingkat pengembalian atas investasi tidak tinggi, namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Othman (2010) yang menunjukkan bahwa kualitas pelaporan

keuangan dapat membuat *cost of equity* menjadi rendah. Hal ini dapat disebabkan karena kualitas pelaporan keuangan yang diukur melalui relevansi nilai belum cukup memberikan jaminan kualitas laporan keuangan secara keseluruhan, dimana ketepatanwaktuan dan konservatisme juga perlu diperhatikan agar informasi yang diperoleh investor bermanfaat untuk meminimalisir kekhawatiran akan risiko investasi.

Kepemilikan Asing terhadap *Cost of Equity*

Pengaruh langsung kepemilikan asing terhadap *cost of equity* yang ditunjukkan pada tabel 4.2 mengindikasikan pengaruh negatif tetapi tidak signifikan. *Standardized coefficients beta* sebesar $-0,128$ dengan probabilitas signifikansi $0,148 > \text{Alpha } 0,05$. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan asing maka *cost of equity* cenderung menurun, akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang kuat.

Eun dan Resnick (2007) menyatakan bahwa perusahaan memiliki insentif untuk menginternasionalkan struktur kepemilikan mereka untuk menurunkan *cost of capital* dan meningkatkan pangsa pasar. Bila pemilik asing memiliki kontrol lebih besar terhadap perusahaan, mereka dapat memilih untuk mengenalkan teknologi yang lebih maju. Hal ini bisa membawa pengaruh positif bagi perusahaan. Dampak positif karena adanya kepemilikan asing di dalam perusahaan tentunya akan memberikan investor rasa percaya terhadap perusahaan sehingga investor mengestimasi risiko kerugian yang rendah. Dengan kata lain kepemilikan asing yang tinggi memberikan sinyal “*good news*” bagi investor. Tingkat risiko yang diestimasi investor mencerminkan tingkat pengembalian yang diharapkan. Semakin tinggi estimasi risiko oleh investor, maka tingkat pengembalian yang diharapkan semakin tinggi pula sehingga akan meningkatkan *cost of equity* perusahaan, namun tidak memberikan

pengaruh yang cukup kuat karena hasil penelitian tidak signifikan.

Pengaruh yang tidak cukup kuat dari kepemilikan asing terhadap *cost of equity* dapat disebabkan karena kini media massa juga sering kali menyuarakan perlunya kewaspadaan Indonesia terhadap pihak asing termasuk kepemilikan asing yang berpotensi mengincar dan merebut kekayaan alam Indonesia (Afriyadi, 2016). Hal ini membentuk pola pikir masyarakat yang selalu menilai kepemilikan asing sebagai sebuah ancaman terhadap sumber daya setempat dan menyebabkan meningkatnya visibilitas masyarakat terhadap perusahaan berkepemilikan asing. Tingginya visibilitas yang dihadapi dapat mendorong perusahaan untuk selalu transparan agar perusahaan dapat terus beroperasi namun investor juga dapat merasa perusahaan memiliki risiko yang besar karena mendapat banyak tuntutan dari masyarakat.

Pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap *Cost of Equity* dengan Asimetri Informasi sebagai Variabel Mediasi

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *voluntary disclosure* berpengaruh signifikan terhadap asimetri informasi. Selanjutnya dilakukan pengujian sobel untuk menguji peran mediasi asimetri informasi. Berdasarkan hasil analisis pengujian sobel pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity* melalui asimetri informasi memiliki nilai probabilitas signifikansi sebesar $0,006 < 0,05$. Dalam pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi memediasi *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity*.

Variabel asimetri informasi dalam penelitian ini merupakan tipe *full mediation* dalam memediasi pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity*. Tingkat signifikansi yang signifikan pada persamaan tersebut menunjukkan bahwa mediasi yang terjadi bersifat *full* sehingga mengindikasikan bahwa asimetri informasi

menjembatani pengaruh tidak langsung *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity* sehingga tanpa adanya tanpa adanya asimetri informasi sebagai variabel mediator, *voluntary disclosure* tidak memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap *cost of equity*. Hal ini mengindikasikan bahwa *voluntary disclosure* yang tinggi belum mampu menurunkan *cost of equity* perusahaan tanpa mengurangi masalah asimetri informasi terlebih dahulu. Secara analitis, Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa dengan mengungkapkan informasi privat, *return* yang diminta (*required rate of return*) oleh investor akan menurun karena turunnya biaya transaksi sebagai hasil dari penurunan *adverse selection problem* dan pada akhirnya *cost of equity* juga mengalami penurunan.

Pengaruh Relevansi Nilai terhadap *Cost of Equity* dengan Asimetri Informasi sebagai Variabel Mediasi

Hasil pengujian pengaruh relevansi nilai terhadap terhadap asimetri informasi menunjukkan hasil yang negatif tetapi tidak signifikan, sedangkan hasil pengujian pengaruh asimetri informasi terhadap *cost of equity* menunjukkan hubungan positif dan signifikan. Pada tabel 4.3 pengujian *sobel*, asimetri informasi berperan sebagai variabel mediasi terhadap relevansi nilai pada *cost of equity* dengan probabilitas sebesar $0,274 < 0,05$. Artinya, asimetri informasi tidak dapat memediasi pengaruh relevansi nilai terhadap *cost of equity*.

Investor mengharapkan informasi yang diberikan manajemen adalah relevan. Yuni dan Rohma (2013) menyatakan bahwa informasi keuangan yang disajikan perusahaan bisa menjadi tidak berguna apabila tidak memenuhi karakteristik *relevance* dan *faithful representation*, karena relevansi nilai (*value relevance*) dapat digunakan untuk melihat gambaran *accounting quality* suatu laporan keuangan. Hasil penelitian ternyata menunjukkan bahwa asimetri informasi tidak dapat

memediasi hubungan antara relevansi nilai dan *cost of equity*. Hal ini mengindikasikan kemampuan relevansi nilai laporan keuangan dalam menggambarkan atau menyimpulkan keadaan perusahaan yang sebenarnya ternyata belum cukup untuk menjadi media pengawasan bagi investor. Masih ada karakteristik lain yang harus dipenuhi agar laporan keuangan mampu memberikan informasi yang bermanfaat bagi pemakainya, yaitu ketepatanwaktuan dan konservatisme. Minimnya sampel penelitian juga mengakibatkan data terdistribusi tidak normal karena besarnya varians data.

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap *Cost of Equity* dengan Asimetri Informasi sebagai Variabel Mediasi

Pengaruh kepemilikan asing terhadap asimetri informasi telah dianalisis pada tabel 4.2, yang menunjukkan adanya pengaruh positif tetapi tidak signifikan, sedangkan hasil pengujian pengaruh asimetri informasi terhadap *cost of equity* menunjukkan hubungan positif dan signifikan. Selanjutnya dilakukan *sobel test* untuk menguji kekuatan mediasi variabel asimetri informasi yang dapat dilihat pada tabel 4.3. Hasil pengujian tersebut menunjukkan peran mediasi variabel asimetri informasi memiliki probabilitas sebesar $0,274 > 0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan asing terhadap *cost of equity*.

Tingkat risiko sangat berkaitan erat dengan *cost of equity*. Blomstrom dan Sjolholm (1999) mengemukakan bahwa perusahaan milik asing dengan kepemilikan saham asing yang lebih tinggi lebih efisien daripada perusahaan dengan saham asing kecil. Kepemilikan asing dalam perusahaan diharapkan dapat memberikan sinyal bagi investor bahwa tingkat pengungkapan dan kepatuhan perusahaan lebih baik. Apabila tingkat pengungkapan dan kepatuhan perusahaan lebih baik perusahaan dapat dijalankan dengan lebih efisien dan risiko dapat diminimalisir. Namun hasil penelitian

ini menunjukkan bahwa asimetri informasi tidak mampu memediasi kepemilikan asing terhadap *cost of equity*. Hal ini dapat disebabkan karena kepemilikan asing mengalami kendala dalam memantau secara aktif kegiatan operasional perusahaan yang disebabkan oleh perbedaan bahasa, budaya, dan jarak (Song *et al.*, 2016).

SIMPULAN

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh *voluntary disclosure*, relevansi nilai, dan kepemilikan asing terhadap *cost of equity* yang dimediasi oleh asimetri informasi. Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan sebelumnya, maka kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Voluntary disclosure* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap asimetri informasi. Dengan demikian, semakin tinggi *voluntary disclosure* yang diungkapkan oleh perusahaan maka asimetri informasi yang terjadi akan menurun.
2. Relevansi nilai berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap asimetri informasi. Semakin tinggi relevansi nilai laporan keuangan suatu perusahaan maka asimetri informasi yang terjadi akan menurun, namun pengaruh tersebut tidak cukup kuat karena hasil penelitian yang tidak signifikan.
3. Kepemilikan asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap asimetri informasi. Komposisi kepemilikan asing yang tinggi dalam suatu perusahaan akan menyebabkan asimetri informasi yang terjadi meningkat.
4. Asimetri informasi memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *cost of equity*. Semakin rendah asimetri informasi yang terjadi antara manajemen dan investor maka *cost of equity* perusahaan dapat menurun.
5. *Voluntary disclosure* memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*. Dengan kata lain semakin tinggi

voluntary disclosure, *cost of equity* juga akan semakin tinggi.

6. Relevansi nilai berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*. Semakin tinggi relevansi nilai laporan keuangan suatu perusahaan maka *cost of equity* juga akan semakin tinggi.
7. Kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *cost of equity*. Hal ini menunjukkan semakin tinggi komposisi kepemilikan asing dalam suatu perusahaan maka *cost of equity* perusahaan akan menurun, namun tidak memberikan pengaruh yang cukup kuat.
8. Asimetri informasi berperan dalam memediasi pengaruh *voluntary disclosure* terhadap *cost of equity* akan tetapi tidak berperan dalam memediasi pengaruh relevansi nilai dan kepemilikan asing terhadap *cost of equity*.

Implikasi teoritis penelitian ini menguatkan *agency theory* yang dikemukakan oleh Eisenhardt (1989) yang menyatakan bahwa unit analisis dari *agency theory* ialah kontrak yang mengatur hubungan antara *principal* dan *agent* sehingga fokus dari teori ini adalah pada penentuan kontrak yang paling efisien yang mengatur hubungan *principal* dan *agent*, dimana dilandasi oleh 3 asumsi, yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian, dan asumsi tentang informasi. Penelitian ini juga berkontribusi terhadap *signaling theory* yang dikemukakan oleh Akerlof (1970), *adverse selection* dapat dikurangi apabila penjual mengkomunikasikan produk mereka dengan memberikan sinyal berupa informasi tentang kualitas produk yang mereka miliki.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi praktis yaitu, pemahaman bagi perusahaan mengenai pentingnya pengungkapan sukarela dan relevansi nilai dari laporan keuangan untuk perkembangan perusahaan. Meskipun perusahaan juga harus memperhatikan segi biaya dan manfaat dari pengungkapan itu sendiri, perusahaan juga harus mempertahankan kepercayaan dan menarik minat investor agar

perusahaan dapat semakin berkembang. Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat memberi masukan untuk pengguna laporan keuangan, khususnya investor, agar memerhatikan kondisi asimetri informasi perusahaan sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan berinvestasi. Bagi pemerintah dan instansi terkait, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi dalam pembuatan kebijakan penanaman modal asing. Diharapkan kebijakan tersebut mendorong kontribusi transparansi informasi, baik perusahaan domestik atau perusahaan dengan kepemilikan asing yang tinggi agar tidak terjadi eksploitasi informasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan oleh peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian lebih lanjut. Substruktur pada penelitian ini ada yang tidak memenuhi asumsi normalitas. Kondisi ini menyebabkan kemampuan estimasi variabel tersebut dalam model cenderung terganggu. Selain itu pengukuran kualitas pelaporan keuangan hanya melalui relevansi nilai belum mampu memberikan jaminan pengawasan untuk meminimalisir risiko investasi bagi investor. Untuk menjawab keterbatasan penelitian ini, penelitian yang akan datang sebaiknya menambah jumlah sampel penelitian sehingga varians data yang dihasilkan tidak besar dan data dapat terdistribusi secara normal serta mengukur kualitas laporan keuangan dari tiga aspek, yaitu ketepatanwaktuan, konservatisme, dan relevansi nilai.

DAFTAR PUSTAKA

- Afriyadi, A.D. 2016. *Kekayaan Alam Indonesia Justru Bisa Jadi Ancaman*. Diakses 25 Juni 2019 dari <https://www.liputan6.com/bisnis/read/2645489/kekayaan-alam-indonesia-justru-bisa-jadi-ancaman>
- Akerlof, G.A. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 488-500.
- Beaver, W.H. 2002. Perspectives on Recent Capital Market Research, *The Accounting Review*, 77 (2), 453-474.
- Blomstrom, M., & Sjöholm, F. 1999. Technology Transfer and Spillovers: Does Local Participation with Multinationals Matter? *European Economic Review*, 43, 915-923.
- Bokpin, G. A., & Isshaq, Z. 2009. Corporate Governance, Disclosure, and Foreign Share Ownership on The Ghana Stock Exchange. *Managerial Auditing Journal*, 24 (7), 688-703.
- Choi, J., Lam, K. & Sami, H. 2013. Foreign Ownership and Information Asymmetry. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42, 141-166.
- Cohen, A. D. 2003. Quality of Financial Reporting Choice: Determinant and Economic Consequences. *Working Paper*. Northwestern University.
- Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of The American Finance Association*.
- Douma S, George, R. & Kabir, R. 2006. Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657.
- Dye, R.A. 2001. An Evaluation of 'Essays on Disclosure' and the Disclosure Literature in Accounting. *Journal of Accounting & Economics*, 32(1-3).
- Ecker, F., Olsson, P.M, & Schipper, K. 2012. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449-482
- Eisenhardt, K.M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Eun, C.S. & Resnick, B.G. 2007. *International Financial Management*, Fifth Edition. The McGraw-Hill Companies, Inc.

- Feltham, G. A. & Ohlson, J. A. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. 2004. Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79 (4), 967-1010.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. 2012. Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and The Cost of Equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 132-149.
- Gulo, Yamotuh. 2000. Analisis Efek Pengungkapan Sukarela dalam Tahunan terhadap Cost of Equity Capital. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 2(1), 45-62.
- Huang, R.D. & Shiu, C.Y. 2009. Local Effects of Foreign Ownership in an Emerging Financial Market: Evidence from Qualified Foreign Institutional Investors in Taiwan. *Financial Management*, 38(3), 567.
- Ho, P. L., & G. Taylor. 2013. Corporate Governance and Different Types of Voluntary Disclosure Evidence from Malaysian Listed Firms. *Pacific Accounting Review*, 25, 4-29.
- Ika, A. 2017. *BEI: Investor Lokal Cukup Kuat Imbangi Investor Asing*. Diakses 11 November 2018 dari <http://ekonomi.kompas.com/read/2017/10/30/083000226/bei--investor-lokal-cukup-kuat-imbangi-investor-asing>
- Indayani & Dewi, M. 2013. Pengaruh Informasi Asimetri dan Voluntary Disclosure terhadap *Cost of Capital* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Review Akuntansi dan Keuangan*, 3(1), 373-382.
- Indriani, R. & Khoiriyah, W. 2010. Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan Terhadap Informasi Asimetri. *Symposium Nasional Akuntansi VIII Purwokerto*.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs & Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Jiang, L. & Kim, J. 2004. Foreign Equity Ownership and Information Asymmetry: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15, 185-211.
- Kabarbisnis 2018. *Krakatau Steel Resmi Melantai di Bursa Saham*. Diakses 11 November 2018 dari <http://www.kabarbisnis.com/read/2816009>
- Kim, B. 2011. Do Foreign Investors Encourage Value-Enhancing Corporate Risk Taking? *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(3), 88-110.
- Kristandl, G. & Bontis, N. 2007. The Impact of Voluntary Disclosure on Cost of Equity Capital Estimates in a Temporal Setting. *Journal of Intellectual Capital*, 8, 577-594.
- Keown, A.J., Scott, D.J., Martin, J.D., & Petty, J.W. 2005. *Finance Management: Principles and Applications*, 10th Edition. Prentice-Hall.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R.E. 2011. Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.
- Lev, B. & Zarowin, P. 1999. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37, 353-385.
- Levinsohn, A. 2001. FASB Weights The Value of Voluntary Disclosure. *Academic Journal of Strategic Finance*, 82(9), 73-74.
- Mardiyah, A.A. 2002. Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(2), 229-256.
- Meek, G.K., Roberts, C.B., & Gray, S.J. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and

- Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nindiasari, A. D. 2018. Atribut Corporate Governance dan Voluntary Disclosure. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- Othman, R. 2010. Impact of Financial Reporting Quality on the Implied Cost of Equity Capital: Evidence from the Malaysian Listed Firms. *Asian Journal of Business and Accounting*, 3, 1-25.
- Qu, W., Leung, P., & Cooper, B. 2013. A Study of Voluntary Disclosure of Listed Chinese Firms – a Stakeholder Perspective. *Managerial Auditing Journal*, 28(3), 261–294.
- Scott, W. R. 2012. *Financial Accounting Theory 6th Edition*. Toronto: Pearson Education Canada.
- Setiawan, E. & Wulandari, A. 2015. Kualitas Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi di Industri Manufaktur Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 6, 17-24.
- Setiawan, A. S., Karsana, Y. W., Budi, I. S., & Armon, D. 2015. Pengaruh Kepemilikan Asing, Komisaris Independen dan Leverage Terhadap pemilihan Auditor di Indonesia.
- Setiawan, S.R.D. 2017. *Pendanaan Lewat Pasar Modal Terus Meningkat*. Diakses 11 November 2018 dari <https://ekonomi.kompas.com/read/2017/11/24/163614926/pendanaan-lewat-pasar-modal-terus-meningkat>
- Song, Y., Gianiodis, P. T., & Li, Y. 2016. Institutional Ownership and Corporate Philanthropic Giving in an Emerging Economy. *Management and Organization Review*, 357-385.
- Spence, M. 1973. Job Market Signalling. *Quarterly Journal of Economics*, 8(3), 355-374.
- Suripto, Bambang. 1999. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan. *Simposium Akuntansi Indonesia II*.
- Utami, W. 2005, Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas (Studi Empiris pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 9(2), 178-199.
- Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Inc.
- Yuni, R. & Rohma, A. 2013. Dampak Penerapan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) Pasca Adopsi IFRS terhadap Relevansi Nilai dan Asimetri Informasi. *Simposium Nasional Akuntansi XVI. Manado*.