
PENGARUH INFORMATION ASYMMETRY, EARNING MANAGEMENT, VOLUNTARY DISCLOSURE, DAN FIRM SIZE TERHADAP COST OF EQUITY PADA PERUSAHAAN BUMN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2016-2020

Renata Agnessya Manalu

STIE Indonesia Banking School
agnessyamanalu@gmail.com

Taufiq Hidayat*

STIE Indonesia Banking School
taufiq.hidayat@ibs.ac.id

Abstract

The purpose of this study was to examine the effect of information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, and firm size on cost of equity. Furthermore, this study examines the relationship of independent variables to the dependent variable. Information asymmetry is proxied by bid-ask spread, earning management is proxied by discretionary accruals, voluntary disclosure is proxied by index which refers to discretionary financial and non-financial information, and firm size is proxied by total assets. The multiple linear regression method with the Ordinary Least Square (OLS) technique was used to test the effect of independent variables on the dependent variable. A total of 20 State-owned companies listed from 2016 to 2020 were sampled in this study. The result of this study found that information asymmetry has no significant effect on cost of equity, earning management has no negative significant effect on cost of equity, voluntary disclosure has a positive significant on cost of equity, and firm size has a positive significant on cost of equity.

Keywords: cost of equity, information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, firm size

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, dan firm size terhadap cost of equity. Lebih lanjut penelitian ini menguji pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen. information asymmetry diproksikan dengan bid-ask spread, earning management diproksikan dengan discretionary accrual, voluntary disclosure diproksikan dengan indeks yang mengacu pada pelepasan diskresioner informasi keuangan dan non-keuangan, dan firm size diproksikan dengan total assets. Metode regresi linier berganda dengan teknik kuadrat terkecil atau ordinary least square (OLS) digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Sebanyak 20 perusahaan BUMN yang terdaftar dari tahun 2016 hingga 2020 menjadi sampel dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini menemukan bahwa information asymmetry tidak berpengaruh terhadap cost of equity, earning management tidak memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap cost of equity, voluntary disclosure memiliki pengaruh positif signifikan terhadap cost of equity, dan firm size memiliki pengaruh positif signifikan terhadap cost of equity.

Kata Kunci: biaya modal ekuitas, asimetri informasi, manajemen laba, pengungkapan sukarela, dan ukuran perusahaan

*) Corresponding Author

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Biaya modal ekuitas merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor karena telah menanamkan modalnya di suatu perusahaan. Dengan kata lain, biaya ekuitas adalah biaya kesempatan (opportunity cost) untuk setiap investor. Biaya tersebut wajib dibayar agar memperoleh modal berupa saham biasa, utang, saham preference serta laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Untuk menjalankan kegiatan operasionalnya, perusahaan membutuhkan dana yang berasal dari pemegang saham maupun kreditur. Pasar modal merupakan wadah yang memperhadapkan pihak yang memberikan dana dengan perusahaan yang membutuhkan dana. Kemudian, perusahaan akan menerbitkan saham yang akan diperjualbelikan di pasar modal untuk mendapatkan dana. Saham merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan yang mewakili hak kepemilikan atas kekayaan perusahaan. Dalam penerbitan saham, perusahaan wajib mengeluarkan biaya sebagai pengembalian atas pemberian dana yang berasal dari pemegang saham.

Menurut (Ifonie, 2012) biaya ekuitas adalah besarnya tingkat pengembalian yang digunakan investor untuk mendiskontokan dividen yang diharapkan untuk diterima di masa depan. Sedangkan bagi perusahaan, biaya ekuitas merupakan besarnya biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan tersebut agar mendapatkan dana dari investor.

Bagi perusahaan segala hal yang bersifat pembiayaan akan mengakibatkan biaya ekonomi. Biaya tersebut berkaitan dengan expected return yang diterima para investor. Perusahaan akan mengelola kebutuhan pendanaan semaksimal mungkin dengan biaya yang wajar, hal ini bisa diatasi dengan adanya pasar modal yaitu Bursa Efek Indonesia.

Fenomena yang terkait dengan biaya modal ekuitas adalah, PT. Garuda Indonesia (Persero) Tbk. adalah salah satu emiten di Bursa Efek Indonesia. Pada bulan April 2019, perusahaan yang bergerak di bidang maskapai penerbangan tersebut menawarkan tiket pesawat dengan harga murah mulai dari 1 April hingga 12 April 2019 sekaligus memberikan promo dan diskon besar yang bertepatan hari ulang tahun Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) ke 21. Tetapi, hal itu mengakibatkan PT. Garuda Indonesia menelan kerugian sebanyak US\$12 juta atau setara dengan Rp 168 miliar. Meskipun selama 12 hari dilanda kerugian, Direktur Niaga Garuda Indonesia, Pikri Ilham Kurniansyah tetap optimis bahwa kinerja keuangannya pada kuartal II 2019 akan mencatat laba bersih seperti kuartal I 2019. Strategi yang dijalankan adalah mengurangi harga tiket diskon untuk kedepannya dan juga mengurangi beberapa rute yaitu Jakarta - London, pengurangan jadwal penerbangan Jakarta - Amsterdam, serta penutupan pada rute Singapura - Belitung.

Biaya ekuitas mampu dipengaruhi faktor asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan kesenjangan dalam perolehan informasi internal dan prospek perusahaan di masa depan, dimana pihak manajer lebih banyak mengetahui daripada investor. (Purwanto, 2012) menyatakan bahwa asimetri informasi berpengaruh positif signifikan terhadap biaya modal. Pernyataan tersebut mencerminkan bahwa saat asimetri informasi muncul, tindakan disclosure yang dilakukan pihak manajemen mampu mempengaruhi harga saham dikarenakan asimetri informasi antara investor yang lebih terinformasi dan investor yang kurang terinformasi menimbulkan biaya transaksi dan menurunkan biaya ekuitas yang diinginkan dalam pasar untuk saham perusahaan. Artinya semakin kecil asimetri informasi yang terjadi di antara partisipan pasar modal maka akan semakin kecil biaya modal yang ditanggung perusahaan.

Manajemen laba mampu menjadi faktor yang mempengaruhi biaya modal ekuitas. Pihak manajemen terlibat dalam proses pencatatan laporan keuangan dan bisa menimbulkan perilaku oportunistik yaitu menaikkan atau menurunkan laba akuntansi sesuai kepentingannya. Langkah tersebut bertujuan supaya pemegang saham memberikan penilaian yang baik untuk perusahaan. Saat terjadinya asimetri informasi, tindakan manajemen laba diupayakan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan memenuhi keinginan investor (Chaney and Lewis, 1994). Keadaan tersebut akan mengurangi risiko persepsian karena ketidakjelasan tingkat pengembalian yang diharapkan, kemudian expected return akan menyesuaikan penilaian dari investor.

Adapun faktor lain yang dapat mempengaruhi biaya ekuitas yaitu pengungkapan sukarela. Biaya ekuitas menurut perusahaan adalah biaya riil yang wajib dikeluarkan untuk memperoleh uang dari posisi ekuitas, sehingga kecenderungannya biaya modal tersebut harus diminimalisir (Dhaliwal et al., 2011). Agar biaya ekuitas rendah, maka perusahaan harus menerbitkan pengungkapan. Suatu pengungkapan mampu mengurangi dugaan pemegang saham terhadap risiko dan menurunkan asimetri informasi dimana kedua hal tersebut mengindikasikan pengurangan biaya ekuitas (Lang and Lundholm, 2000).

Suatu ukuran perusahaan mampu mempengaruhi investor dalam menentukan tingkat pengembalian investasi yang dilakukan, dikarenakan ukuran perusahaan adalah ukuran ketersediaan informasi. Para investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan besar dimana memiliki total aktiva yang besar. Hal ini terjadi karena perusahaan tersebut berskala besar, return yang diharapkan dan diterima di masa mendatang akan lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

Pasar modal adalah wadah yang efisien untuk mendapatkan dana masyarakat. Dana yang berasal dari investor ini dapat memberikan bantuan perusahaan menjalankan bisnisnya sampai melakukan ekspansi. Seorang investor mengasumsikan modal berupa investasi yang berbuah keuntungan yang diharapkan. Perusahaan mengasumsikan modal berupa biaya ekuitas yang wajib dibayarkan ke investor.

Menurut (Fama Eugene, 1970), ada tiga tingkat efisiensi pasar berdasarkan tingkat perolehan informasi. Yang pertama adalah Weak Form, dimana harga saham menggambarkan informasi mengenai sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Semi-Strong Form, dimana harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Strong Form, dimana harga menggambarkan seluruh informasi, yaitu informasi public dan informasi pribadi. Kualitas pasar modal di Indonesia termasuk Semi-Strong Form, konsep ini mencerminkan bahwa jika ada informasi atau berita terbaru maka hal tersebut menjadi informasi publik, dengan kata lain muncul di pasar, investor akan bergerak cepat dan memotivasi harga naik untuk menunjukkan informasi publik yang ada.

(Kiswanto and Fitriani, 2019), menyatakan bahwa asimetri informasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap biaya ekuitas pada 148 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini menggambarkan bahwa perusahaan dengan tingkat informasi asimetri yang tinggi akan membuat celah bagi pemegang saham karena akan meningkatkan biaya ekuitas. Ini konsisten dengan teori keagenan, semakin banyak informasi yang disembunyikan oleh agent maka semakin tinggi risiko yang ditanggung oleh pemegang saham, yang pada akhirnya berdampak pada biaya ekuitas. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Wijayanti, 2018) yang menjelaskan bahwa asimetri informasi berpengaruh negatif signifikan terhadap biaya ekuitas. Hal tersebut mencerminkan bahwa jika asimetri informasi yang terjadi di suatu perusahaan meningkat maka biaya ekuitas akan menurun. Teori keagenan, meningkatkan kualitas laporan publik dapat mengurangi asimetri informasi antara investor dan juga menurunkan biaya ekuitas.

Penelitian yang dilakukan (Andriana and Friska, 2014), terkait pengaruh manajemen laba terhadap biaya ekuitas. Penelitian ini mengambil sejumlah 23 sampel dan menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas. Pengukuran variabel menggunakan model spesifik akrual yaitu margin model yang berfokus pada perhitungan current accruals yaitu piutang, bad debt, dan beban operasi (Peasnell, Pope and Young, 2000). Dari penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa pemegang saham di perusahaan BUMN kurang mampu mengatasi dengan baik setiap data informasi mengenai manajemen laba. Penelitian ini berlawanan dengan (Kim and Sohn, 2013), yang menyatakan bahwa manajemen laba berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas dengan cara manipulasi aktivitas nyata setelah mengontrol pengaruh manajemen laba berbasis akrual. Penelitian tersebut mengambil sampel dengan perusahaan yang terdaftar di NYSE, AMEX, dan NASDAQ selama 25 tahun, 1987-2011. Hasilnya memberikan bukti bahwa hubungan positif ini timbul dari oportunistik manajemen. Manajer dapat menyalahgunakan lebih banyak uang tunai jika kinerja perusahaan yang sebenarnya mereka tutupi oleh tindakan manajemen laba.

(Dewanti, 2019), dalam penelitiannya terkait pengaruh disclosure terhadap biaya ekuitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 - 2017. Hasil dari penelitian ini berhasil membuktikan bahwa pengungkapan laporan berpengaruh negatif signifikan terhadap biaya ekuitas. Hasil ini mendukung teori sinyal dan teori keagenan yang menjelaskan bahwa perusahaan mengungkapkan informasi untuk memperoleh biaya ekuitas yang rendah. Penelitian (Dinilla, 2015), menunjukkan hasil yang berbeda, dengan menggunakan 210 perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2015. Hasilnya pengungkapan sukarela tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas.

Hal ini berarti tidak mendukung suatu teori sinyal dimana perusahaan memberi informasi berupa sinyal yang sasarannya adalah pemegang saham.

(Kurnia and Arafat, 2015), menjelaskan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap biaya ekuitas adalah negatif signifikan. Penelitian tersebut mengambil perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012. Dapat disimpulkan bahwa jika semakin besar ukuran perusahaan maka biaya ekuitas semakin rendah. Penelitian ini tidak senada dengan (Rinobel and Laksito, 2015), yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap cost of equity, ini menunjukkan semakin besar perusahaan maka semakin besar biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik sehingga berdampak pada meningkatnya biaya ekuitas.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang berbeda terkait hubungan information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, dan firm size terhadap cost of equity. Variabel yang digunakan untuk mengukur pengaruh setiap variabel independen yang diteliti terhadap cost of equity berbeda-beda pada setiap penelitiannya. Selain itu, jenis industri yang digunakan juga berbeda, negara yang diteliti berbeda serta metode penelitian yang digunakan berbeda.

Dari konteks dan fenomena yang telah dijelaskan diatas, peneliti akan menguji bagaimanakah pengaruh information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, dan firm size terhadap cost of equity pada Perusahaan Milik Pemerintah (BUMN) selama tahun 2016 - 2020. Berdasarkan latar belakang di atas tujuan penelitian ini adalah:

1. Mengetahui dan menganalisis bagaimana pengaruh information asymmetry terhadap cost of equity pada Perusahaan BUMN
2. Mengetahui dan menganalisis bagaimana pengaruh earning management terhadap cost of equity pada Perusahaan BUMN
3. Mengetahui dan menganalisis bagaimana pengaruh voluntary disclosure terhadap cost of equity pada Perusahaan BUMN
4. Mengetahui dan menganalisis bagaimana pengaruh firm size terhadap cost of equity pada Perusahaan BUMN
5. Mengetahui dan menganalisis bagaimana information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, dan firm size berpengaruh signifikan secara simultan terhadap cost of equity pada Perusahaan BUMN

2. LANDASAN TEORI

Agency Theory

Teori Agensi adalah ilmu yang membahas bahwa ada hubungan di antara agent dengan principal. (Jensen and Meckling, 1976), mendefinisikan teori agensi adalah kesepakatan sekelompok manusia untuk meminta pihak lain untuk menjalankan tugas sesuai dengan keperluan principal. Prinsipal akan melimpahkan wewenang decision making kepada agen. Manajer harus berkomitmen untuk mengelola perusahaan dengan baik dan bertanggung jawab atas hasil kinerja yang telah dikerjakan.

Signalling Theory

(Purwanto, 2012), menjelaskan persinyalan merupakan dorongan perusahaan untuk menginformasikan kinerja perusahaan kepada pengguna laporan keuangan. Target perusahaan adalah ingin memperlihatkan kepada pihak luar bahwa kemampuan perusahaan baik dan mampu bersaing. Signalling bertujuan untuk memperoleh informasi mengenai pasar modal untuk

mengurangi asimetri yang luas pada informasi ekonomi dan sosial.

Cost Of Equity

Biaya ekuitas merupakan biaya yang keluar dengan tujuan mendanai source of financing (Modigliani and Miller, 1958). Pihak pengelola akan membuat laba ditahan atau dari pihak luar akan menjual modal baru untuk mendorong biaya ekuitas. Tingkat pengembalian atas penanaman modal mengakibatkan kinerja perusahaan mengalami kenaikan. Biaya ekuitas memiliki hubungan pada risiko investasi di modal perusahaan dengan menetapkan tingkat diskonto untuk dipakai saat penyusunan modal. Biaya ini merupakan pengembalian yang diperlukan perusahaan untuk memutuskan apakah investasi memenuhi persyaratan pengembalian modal. Perusahaan sering menggunakannya sebagai ambang penganggaran modal untuk tingkat pengembalian yang disyaratkan. Biaya ekuitas perusahaan mewakili kompensasi yang diminta pasar sebagai imbalan untuk memiliki aset dan menanggung resiko kepemilikan.

Information Asymmetry

Asimetri Informasi adalah kondisi dimana manajer mempunyai lebih banyak informasi masa depan perusahaan yang tidak dipunyai oleh pihak lain (Wijayanti, 2018). Asimetri informasi yang muncul di pasar modal adalah situasi dimana manajer perusahaan sebagai pihak yang memiliki dan mengendalikan informasi, sedangkan investor yang tidak memiliki dan mengendalikan. Manajemen diharuskan membawa sinyal pada investor dalam bentuk financial statement. (Halim, Meiden and Tobing, 2005). Informasi akuntansi memainkan peran besar dalam proses pengambilan keputusan dan aktivitas perusahaan lain. Selain itu, kualitas dan kuantitasnya dapat menurunkan atau meningkatkan asimetri informasi dan akibatnya berdampak pada biaya modal. Annual report merupakan elemen penting dalam pelaporan yang mampu dijadikan sebagai sarana utama dalam memberi informasi kepada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan. Lalu, perkara keterlambatan untuk mempublikasikan laporan yang sering terjadi, kondisi ini mencerminkan bahwa terjadi masalah di laporan keuangan perusahaan.

Earning Management

Manajemen laba merupakan penggunaan teknik akuntansi untuk menghasilkan laporan keuangan yang menyajikan pandangan yang positif tentang aktivitas bisnis dan posisi keuangan suatu perusahaan (Healy and Wahlen, 1999). Ada berbagai aturan dan prinsip akuntansi yang mewajibkan pihak manajemen perusahaan membuat pertimbangan dalam mengikuti prinsip-prinsip ini. Manajemen laba mengambil keuntungan dari bagaimana aturan akuntansi diimplementasikan dan menciptakan laporan keuangan yang meningkatkan atau "memperlanjar" pendapatan. Penghasilan mengacu pada laba bersih perusahaan untuk periode tertentu. Perusahaan menggunakan manajemen laba untuk mempercantik fluktuasi pendapatan dan menyajikan laba yang lebih stabil setiap bulan, kuartal, atau tahun. Fluktuasi besar dalam pendapatan dan pengeluaran mungkin merupakan bagian normal dari operasi perusahaan, tetapi perubahan tersebut bisa menciptakan kekhawatiran investor yang lebih suka melihat stabilitas dan pertumbuhan.

Voluntary Disclosure

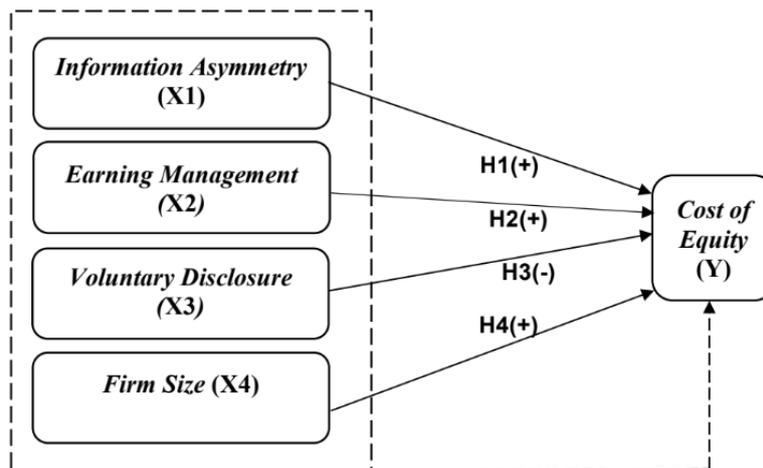
Pengungkapan sukarela adalah suatu tindakan manajemen yang memiliki keleluasaan untuk secara sukarela menyediakan lebih dari persyaratan yang diwajibkan, contohnya ukuran kinerja berbasis nilai, perkiraan pendapatan dan penjualan, informasi tentang kompensasi eksekutif atau pembahasan kualitatif mengenai strategi bisnis perusahaan (Meek, Roberts and Gray, 1995). Perusahaan akan melaksanakan pengungkapan melebihi kewajiban pengungkapan minimal apabila mereka sadar pengungkapan seperti itu akan menurunkan biaya modalnya atau apabila mereka tidak mau ketinggalan praktik-praktik pengungkapan yang bersaing. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan akan mengungkapkan informasi yang sedikit apabila mereka sadar pengungkapan keuangan akan menunjukkan rahasia kepada kompetitor atau menggambarkan sisi tidak baik untuk perusahaan di depan untuk berbagai pihak.

Firm size

Menurut (Elton and Gruber, 1995), perusahaan besar dinilai lebih kecil risikonya dibandingkan perusahaan kecil, karena perusahaan besar lebih cepat diterima di pasar modal. Selain itu

sahamnya akan lebih sering (frekuensi tinggi) dan mudah berputar daripada saham perusahaan kecil. Perusahaan yang mempunyai prospek baik dalam jangka waktu yang lama akan menyebabkan saham perusahaan tetap menarik bagi investor sehingga harga saham relatif tinggi dan stabil. Pada umumnya, investor lebih menyukai perusahaan yang lebih besar karena kemungkinan tingkat pengembalian yang diperoleh investor di kemudian hari lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Perusahaan besar biasanya mempunyai total asset yang besar sehingga para investor tertarik untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan tersebut. Ketertarikan ini dikarenakan *expected returns* yang akan diterima dari perusahaan besar di masa mendatang lebih besar daripada perusahaan yang lebih kecil.

Kerangka Konseptual



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Sumber : Hasil Penelitian (2021)

Ket:  Pengaruh Parsial
 Pengaruh Simultan

Pengembangan Hipotesis Penelitian

Pengaruh Information Asymmetry Terhadap Cost of Equity

Data informasi yang didapatkan tiap anggota tidak seimbang menjadi bukti bahwa ada hubungan teori persinyalan di variabel asimetri informasi. Teori persinyalan menggambarkan terjadinya asimetri informasi pada hubungan manajemen dengan pemangku kepentingan. (Wijayanti, 2018), menemukan ada hubungan positif jika spread tinggi maka biaya ekuitas juga tinggi. Berarti, ini mencerminkan bahwa asimetri informasi berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas. Asimetri informasi rendah antara pelaku pasar saham maka return saham juga rendah. Bersumber pada teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: Pengaruh Information Asymmetry berpengaruh positif terhadap Cost of Equity

Pengaruh Earning Management Terhadap Cost of Equity

Dengan teori keagenan akan menjelaskan tentang konsepsi manajemen laba dimana ada suatu jalinan antara manajer dengan pemilik. Teori keagenan adalah perjanjian antara pemilik yang meminta agen untuk melaksanakan tujuan tertentu sesuai keinginan pemilik. Manajer akan memberi jasanya atas nama pemegang saham yaitu dengan melakukan decision making. (Andriana and Friska, 2014) meneliti bahwa pihak eksekutif yang melakukan praktik manajemen laba bisa mempengaruhi trust investor dan kemudian berpengaruh pada biaya ekuitas, meningkatnya *expected return* yang dituntut investor. Pemegang saham mampu meninggikan rate jika diketahui adanya tindakan manajemen laba. Contohnya mengelabui investor dengan menyalahgunakan laporan laba rugi. Artinya, semakin besar biaya ekuitas, information risk juga besar. Bersumber pada teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H2: Pengaruh Earning Management berpengaruh positif terhadap Cost of Equity

Pengaruh Voluntary Disclosure Terhadap Cost of Equity

Perusahaan menyajikan pengungkapan sukarela karena banyaknya peralihan suatu keadaan di kondisi ekonomi yang mewajibkan perusahaan agar mengutamakan transparan untuk menyampaikan informasi. Pihak manajer kerap berupaya untuk mengungkapkan informasi khusus (signalling theory) yang kemungkinan lebih dikehendaki oleh para investor, spesifiknya jika informasi yang keluar adalah kabar bagus. Teori keagenan juga menggambarkan tentang pengungkapan suatu informasi perusahaan. Agency theory mengungkapkan jalinan antara investor dengan manajer pada perusahaan dan menegaskan alasan manajer yang berusaha memupuk profit untuk pribadinya sendiri. (Khlif, 2018), mendokumentasikan bahwa pengungkapan sukarela berhubungan negatif dengan biaya ekuitas di negara Mesir. Karena EGX dianggap sebagai lingkungan pengungkapan yang rendah dengan infrastruktur akuntansi dan audit yang lemah. Bersumber pada teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: Pengaruh Voluntary Disclosure berpengaruh negatif signifikan terhadap Cost of Equity

Pengaruh Firm Size Terhadap Cost of Equity

Ukuran perusahaan juga dapat didefinisikan sebagai ukuran ketersediaan informasi dan hal ini sangat berpengaruh terhadap penilaian investor. Semakin besar perusahaan maka semakin besar pula biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memberikan informasi bagi publik sehingga akan berdampak pada meningkatnya biaya ekuitas. Perusahaan yang besar dianggap sangat baik dalam mengelola bagian dana investasi. Hal tersebut sesuai dengan teori sinyal, dimana keputusan investasi mampu memberikan sinyal positif terhadap seluruh investor. (Rinobel and Laksito, 2015), yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap cost of equity ini menunjukkan semakin besar perusahaan maka akan semakin tinggi cost of equity. Bersumber pada teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H4: Pengaruh Firm Size berpengaruh positif signifikan terhadap Cost of Equity

3. METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Pendekatan penelitian yang dipakai dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif untuk menguji hipotesis atau dalam menjawab rumusan masalah. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan tahunan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016 - 2020. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling sehingga didapatkan 20 perusahaan sebagai sampel. Adapun kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016 - 2020, (2) Perusahaan BUMN yang telah mempublikasikan laporan keuangan tahunan periode 2016 - 2020, (3) Perusahaan BUMN yang tidak dihentikan penjualannya untuk sementara selama 2016 - 2020, (4) Perusahaan BUMN yang tidak pernah delisting di BEI selama periode 2016 - 2020, (5) Laporan keuangan dan laporan tahunan Perusahaan BUMN yang lengkap selama periode 2016 - 2020.

Variabel Penelitian Dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Pada penelitian ini, cost of equity merupakan variabel dependen. Besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan investor karena sudah menanamkan modalnya di perusahaan dan secara luas digunakan dalam penilaian proyek investasi dan estimasi risiko ekuitas premi, hal ini disebut cost of equity.

Cost of equity dapat dihitung berdasarkan tingkat diskonto yang dipakai investor untuk menilai tunaikan future cash flow (James A. Ohlson, 1995; A. Botosan and A. Plumlee, 2002; Utami, 2005). Dengan demikian perhitungan modelnya adalah sebagai berikut:

$$r = \frac{B_t + X_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Keterangan:

- P_t = harga saham pada periode t
 B_t = nilai buku per lembar saham periode t
 X_{t+1} = laba per lembar saham pada periode t+1
 r = Cost of equity

Variabel Independen

Information Asymmetry

Asimetri informasi adalah ketidakseimbangan dalam memperoleh informasi perusahaan di antara manajer dan pemegang saham. Proksi asimetri informasi dihitung menggunakan model teori bid-ask spread (Ifonie, 2012).

$$Spread_{it} = \frac{Ask_{it} - Bid_{it}}{\left(\frac{Ask_{it} + Bid_{it}}{2}\right)} \times 100$$

Earning Management

Dengan memanfaatkan kebijakan akuntansi, manajer bisa bertindak melakukan praktik manajemen laba dengan cara meningkatkan atau menurunkan laba yang diperoleh untuk tujuan khusus. Proksi manajemen laba akan diukur menggunakan model modifikasi Jones yang dikembangkan oleh (Dechow et al., 1995). Modifikasi Jones dapat dihitung dengan cara berikut:

1. Menghitung Total Accruals yang dihitung dengan rumus:

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

Keterangan:

- TAC_{it} = Total accruals perusahaan I periode t
 N_{it} = Laba bersih perusahaan I periode t
 CFO_{it} = Arus kas operasional perusahaan I periode t

2. Menghitung nilai Accruals disetiasi dengan persamaan regresi OLS (Ordinary Least Square):

$$\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}}\right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}\right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}\right)$$

Keterangan :

- A_{it-1} = Total asset perusahaan I pada t
 ΔREV_{it} = Selisih pendapatan perusahaan I pada periode t dengan periode t-1
 PPE_{it} = Asset tetap perusahaan I pada periode t
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien regresi

3. Menghitung Non-discretionary accruals dengan rumus sebagai berikut :

$$NDA_{it} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}}\right) + \beta_2 \left(\frac{[REV_{it} - REV_{it-1}] - [REC_{it} - REC_{it-1}]}{A_{it-1}}\right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}\right)$$

Keterangan:

- NDA_{it} = Non Discretionary Accruals perusahaan I periode t
 ΔREC_{it} = Selisih piutang perusahaan I pada periode t dengan periode t-1
 Koefisien masing-masing variabel dari persamaan diatas didapat dari hasil regresi.

4. Menghitung nilai Discretionary Accruals dengan rumus:

$$DA_{it} = \left(\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} \right) - NDA_{it}$$

Keterangan:

DA_{it} = Discretionary Accruals perusahaan i periode t

Voluntary Disclosure

Pengungkapan sukarela adalah opsi bagi pihak manajer dalam menyampaikan informasi keuangan atau lainnya yang bermakna bagi seluruh pengguna laporan tahunan. Proksi pengungkapan sukarela dihitung menggunakan model indeks disclosure.

Penelitian sebelumnya seperti (Hossain et al., 1995; Meek et al., 1995; Khan et al., 2013) semuanya telah menyetujui setidaknya tujuh kategori pengungkapan sukarela yang berbeda untuk mempelajari tingkat pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan perusahaan yang terdaftar. Ada sebanyak 46 item informasi yang akan diungkap oleh perusahaan dengan secara sukarela. Pada proses pembuatan indeks kelengkapan dan luas pengungkapan diperlukan suatu instrumen yang dapat menggambarkan informasi-informasi yang diinginkan secara detail di setiap item laporan keuangan yang sudah diselesaikan. Penulis menggunakan indeks Wallace (1987) untuk menghitung indeks, dimana akan mengungkapkan perbandingan antara jumlah item yang diungkap dengan jumlah item yang seharusnya diungkap. Instrumen ini akan memberi skor tambahan pada masing-masing butir pengungkapan yang material. Jika semakin banyak butir yang diungkap oleh perusahaan, maka semakin banyak pula skor indeks yang didapatkan oleh perusahaan.

$$DS_{it} = \sum \frac{Y_i}{n_i}$$

Keterangan:

DS = Disclosure Score

Y_i = jumlah item pengungkapan yang dipenuhi

n_i = jumlah semua item yang mungkin dipenuhi

Firm Size

Ukuran perusahaan merupakan suatu proporsi yang mampu mengklasifikasikan besar kecilnya suatu perusahaan melalui berbagai cara, yaitu: total aktiva perusahaan, nilai penjualan perusahaan, dan kapitalisasi pasar. Para peneliti keuangan banyak yang menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel. Hal ini diakibatkan perkiraan banyaknya keputusan atau hasil keuangan yang dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Pengukuran firm size menggunakan rumus sebagai berikut: (Marlisa and Fuadati, 2016). Perhitungan untuk mencari ukuran perusahaan ditentukan dengan formula di bawah ini:

$$SIZE = \ln (\text{Total Asset})$$

Keterangan:

Ln = Logaritma Natural

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan regresi berganda untuk menguji hubungan antara variabel independen dan variabel dependen.

Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$COE = \alpha + \beta_1 SPREAD_{it} + \beta_2 DA_{it} - \beta_3 DS_{it} + \beta_4 SIZE + \varepsilon$$

Keterangan:

COE	= Cost of equity
α	= Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$	= Koefisien regresi
SPREAD _{it}	= Information asymmetry
DA _{it}	= Earning management
DS _{it}	= Voluntary Disclosure
SIZE _{it}	= Firm size
ε	= Error

Analisis Regresi

Uji ini dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh variabel independen secara individu dalam menerangkan variabel dependen. Uji statistik t digunakan untuk mengetahui apakah ada perbedaan yang terjadi antara variabel-variabel uji terhadap kelompok uji. Hipotesis dapat diterima dan ditolak dengan melihat kriteria sebagai berikut:

4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN**Tabel 1.
Statistik**

Variabel	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Kesimpulan
C	-9,553994	-4,93088	0,0000	-
SPREAD	0,634006	0,958543	0,3409	Tidak Signifikan
DA	-0,015383	-0,361651	0,7186	Tidak Signifikan
DS	1,414166	2,496479	0,0147	Signifikan
SIZE	0,444890	4,355730	0,0000	Signifikan

Sumber : Output Eviews diolah, 2021

Rincian masing-masing hasil pengujian dari pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah sebagai berikut:

1. Hipotesis 1

Hasil pengujian Hipotesis 1 mengenai pengaruh information asymmetry terhadap cost of equity adalah: Pengaruh information asymmetry berpengaruh positif terhadap cost of equity diperoleh nilai uji t diperoleh sebesar 0,9585. Nilai t signifikansi pengujian diperoleh sebesar 0,3409. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa information asymmetry tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap cost of equity. Arah pengaruh berdasarkan koefisien regresi adalah positif. Hal ini berarti H1 ditolak.

2. Hipotesis 2

Hasil pengujian Hipotesis 2 mengenai pengaruh earning management terhadap cost of equity adalah: Pengaruh earning management berpengaruh negatif terhadap cost of equity diperoleh nilai uji t diperoleh sebesar -0,3616. Nilai t signifikansi pengujian diperoleh sebesar 0,7186. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa earning management tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap cost of equity. Arah pengaruh berdasarkan koefisien regresi adalah negatif. Hal ini berarti H2 tidak dapat diterima.

3. Hipotesis 3

Hasil pengujian Hipotesis 3 mengenai pengaruh voluntary disclosure terhadap cost of equity adalah: Pengaruh voluntary disclosure berpengaruh negatif terhadap cost of equity diperoleh nilai uji t diperoleh sebesar -2,4964. Nilai t signifikansi pengujian diperoleh sebesar 0,0147. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa voluntary disclosure memiliki pengaruh signifikan terhadap cost of equity. Arah pengaruh berdasarkan koefisien regresi adalah positif. Hal ini berarti H3 tidak dapat diterima.

4. Hipotesis 4

Hasil pengujian Hipotesis 4 mengenai pengaruh firm size terhadap Cost of Equity adalah: Pengaruh firm size berpengaruh negatif terhadap cost of equity diperoleh nilai uji t diperoleh sebesar 4,3577. Nilai t signifikansi pengujian diperoleh sebesar 0,0000. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa firm size memiliki pengaruh signifikan terhadap cost of equity. Arah pengaruh berdasarkan koefisien regresi adalah positif. Hal ini berarti H4 dapat diterima.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil analisis data yang telah diuraikan pada bab sebelumnya dari penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel information asymmetry (SPREAD) yang diukur dengan bid-ask spread ditemukan tidak berpengaruh terhadap cost of equity (COE). Hasil ini menunjukkan bahwa dalam menentukan cost of equity, kualitas informasi publik tidak terlalu menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan tingkat pengembalian yang diharapkan.
2. Variabel earning management (DA) yang diukur dengan discretionary accruals ditemukan tidak berpengaruh negatif terhadap cost of equity (COE). Hasil ini menunjukkan bahwa investor pada perusahaan BUMN belum mengantisipasi dengan benar informasi yang terkait dengan manajemen laba. Sebab semakin tingginya rasio akrual modal kerja terhadap penjualan (proksi manajemen laba) justru akan menurunkan biaya modal perusahaan.
3. Variabel voluntary disclosure (DS) yang diukur dengan indeks Wallace ditemukan berpengaruh positif secara signifikan terhadap cost of equity (COE). Hasil ini menunjukkan semakin banyak perusahaan yang mengungkapkan mengenai jati diri dan identitas perusahaan maka akan semakin besar cost of equity yang dikeluarkan perusahaan.
4. Variabel firm size (SIZE) yang diukur dengan logaritma natural dari total aktiva ditemukan berpengaruh positif secara signifikan terhadap cost of equity (COE). Hasil ini menunjukkan semakin besar perusahaan maka semakin besar biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik sehingga berdampak pada meningkatnya cost of equity.
5. Secara simultan variabel information asymmetry, earning management, voluntary disclosure, dan firm size memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap cost of equity perusahaan BUMN periode 2016 – 2020.

Keterbatasan Penelitian

Beberapa penelitian yang dilakukan oleh peneliti, maka keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Peneliti tidak mengklasifikasikan perusahaan berdasarkan sektor dan industrinya, sehingga untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengklasifikasikan jenis-jenis sektor industri untuk mengetahui lebih spesifik bagaimana pengaruh cost of equity di masing-masing industri.
2. Sampel penelitian relatif kecil, hanya terbatas pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat mengambil sektor yang lebih luas, seperti di wilayah ASEAN.

Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas, maka saran yang dapat peneliti berikan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan penelitian terdahulu, seperti memperpanjang metode penelitian, menambah faktor lain yang mempengaruhi cost of equity serta menambah variabel penelitian seperti kualitas audit, ukuran dewan komisaris, kepemilikan institusional, kualitas pengendalian internal, right issue, interest rate, dan debt to equity ratio serta variabel lainnya yang memungkinkan dapat berpengaruh terhadap cost of equity.
2. Untuk sampel penelitian, disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat memperluas pengamatan pada cross section lainnya misalnya perusahaan industri atau sektor lain yang terdaftar di BEI.
3. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel moderasi atau intervening.
4. Menggunakan proksi lain untuk mengukur cost of equity seperti model Arbitrage Pricing Theory (APT) dan Capital Asset Pricing Model (CAPM).

DAFTAR PUSTAKA

- A. Botosan And A. Plumlee (2002) 'A Re-Examination Of Disclosure Level And The Expected Cost Of Equity Capital', *Journal Of Accounting Research*, 40(1), Pp. 21–40.
- Andriana, D. And Friska, R. (2014) 'Pengaruh Manajemen Laba, Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Institusional, Dan Kualitas Audit Terhadap Biaya Modal Perusahaan', *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*. Doi: 10.17509/Jrak.V2i2.6591.
- Chaney, P. K. And Lewis, C. M. (1994) 'Earnings Management And Firm Valuation Under Asymmetric Information', *Journal Of Corporate Finance*, 1(3–4), Pp. 319–345. Doi: 10.1016/0929-1199(94)00008-1.
- Dewanti, Y. (2019) 'The Effect Of Disclosure And Earnings Quality On The Cost Of Equity In Indonesia', *International Journal Of Multicultural And Multireligious Understanding*, 6(2), P. 42. Doi: 10.18415/Ijmmu.V6i2.584.
- Dhaliwal, D. S. Et Al. (2011) 'Voluntary Nonfinancial Disclosure And The Cost Of Equity Capital: The Initiation Of Corporate Social Responsibility Reporting', *Accounting Review*, 86(1), Pp. 59–100. Doi: 10.2308/Accr.00000005.
- Dinilla (2015) 'Pengungkapan Sukarela Dan Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas Dengan Informasi Asimetri Sebagai Variabel Intervening', 7(1), Pp. 41–59.
- Elton And Gruber (1995) *Modern Portfolio Theory And Investment Analysis*.
- Fama Eugene (1970) 'Efficient Capital Markets:li', *The Journal Of Finance*, 46(5), Pp. 1575–1617.
- Halim, J., Meiden, C. And Tobing, R. L. (2005) 'Pengaruh Manajemen Laba Pada Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Termasuk Dalam Indeks Lq-45', *Simposium Nasional Akuntansi Vii*, (September), Pp. 15–16.
- Healy, P. M. And Wahlen, J. M. (1999) 'A Review Of The Earnings Management Literature And Its', *Accounting Horizons*, 13(4), P. Pp.365-383. Available At: <http://www.Aaajournals.Org/Doi/Abs/10.2308/Acch.1999.13.4.365>.
- Hossain, M., Perera, M. H. B. And Rahman, A. R. (1995) 'Voluntary Disclosure In The Annual Reports Of New Zealand Companies', *Journal Of International Financial Management & Accounting*, 6(1), Pp. 69–87. Doi: 10.1111/J.1467-646x.1995.Tb00050.X.
- Ifonie, R. R. (2012) 'Pengaruh Asimetri Informasi Dan Manajemen Laba Terhadap Cost Of Equity Capital (Pada Perusahaan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007 – 2009)', *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*.
- James A. Ohlson (1995) 'Earnings, Book Values, And Dividends In Equity Valuation', *Contemporary Accounting Research*, 11(2), Pp. 661–687.
- Jensen, M. C. And Meckling, W. H. (1976) 'Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure', *Journal Of Financial Economics*, 3(4). Doi: 10.1016/0304-405x(76)90026-X.
- Khan, A., Muttakin, M. B. And Siddiqui, J. (2013) 'Corporate Governance And Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence From An Emerging Economy', *Ssrn Electronic Journal*, (May), Pp. 1–41. Doi: 10.2139/Ssrn.2050630.
- Khelif, H. | K. S. | M. S. (2018) 'Internal Control Quality, Voluntary Disclosure, And Cost Of Equity Capital: The Case Of An Unregulated Market'.
- Kim, J. B. And Sohn, B. C. (2013) 'Real Earnings Management And Cost Of Capital', *Journal Of Accounting And Public Policy*. Elsevier Inc., 32(6), Pp. 518–543. Doi: 10.1016/J.Jaccpubpol.2013.08.002.
- Kiswanto, K. And Fitriani, N. (2019) 'The Influence Of Earnings Management And Asymmetry Information On The Cost Of Equity Capital Moderated By Disclosure Level', *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 23(1), Pp. 131–146. Doi: 10.26905/Jkdp.V23i1.1926.
- Kurnia, L. And Arafat, M. Y. (2015) 'Pengaruh Manajemen Laba Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Biaya Modal Ekuitas Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 10(1), Pp. 45–70.
- Lang, M. H. And Lundholm, R. J. (2000) 'Voluntary Disclosure And Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry Or Hying The Stock?', *Contemporary Accounting Research*, 17(4), Pp. 623–662. Doi: 10.1506/9n45-F0jx-Axvw-Lbwj.
- Marlisa, O. And Fuadati, S. R. (2016) 'Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Manajemen Laba Perusahaan Properti Dan Real Estate', *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (Stiesia) Surabaya.*, 5(7), Pp. 1–20. Available At: <https://core.ac.uk/download/pdf/151520429.pdf>.

-
- Meek, G. K., Roberts, C. B. And Gray, S. J. (1995) 'Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. And Continental European Multinational Corporations', *Journal Of International Business Studies*, 26(3), Pp. 555–572. Doi: 10.1057/Palgrave.Jibs.8490186.
- Modigliani And Miller (1958) 'The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment', *British Medical Journal*, 3(3594), Pp. 952–953. Doi: 10.1136/Bmj.2.3594.952.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F. And Young, S. (2000) 'Detecting Earnings Management Using Cross-Sectional Abnormal Accruals Models', *Accounting And Business Research*, 30(4), Pp. 313–326. Doi: 10.1080/00014788.2000.9728949.
- Purwanto, A. (2012) 'Pengaruh Manajemen Laba, Asymmetry Informasi Dan Pengungkapan Sukarela Terhadap Biaya Modal', *Simposium Nasional Akuntansi*.
- Rinobel, B. And Laksito, H. (2015) 'Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility (Csr), Ukuran Perusahaan, Financial Leverage Dan Manajemen Laba Terhadap Cost Of Equity Perusahaan', *Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility (Csr), Ukuran Perusahaan, Financial Leverage Dan Manajemen Laba Terhadap Cost Of Equity Perusahaan*, 4(2), Pp. 1–9.
- Utami, W. (2005) 'Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas (Studi Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur)', *Simposium Nasional Akuntansi Viii*, (September), Pp. 1–17.
- Wijayanti, I. (2018) 'Determinants Of Cost Of Equity Capital.', *International Journal Of Advanced Research*, 6(7), Pp. 1204–1211. Doi: 10.21474/ljar01/7477.

