

DAMPAK *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP *COST OF EQUITY CAPITAL* DENGAN *DICLOSURE* SEBAGAI VARIABEL MEDIASI

Sri Hermuningsih

Mahasiswa Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta
(Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa Yogyakarta)

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of Investment Opportunity Set on Cost of Equity Capital in the Indonesia Stock Exchange where Disclosure is the mediating variable. All companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2006 to 2010 were the population of the study and a total of 182 companies were selected using purposive sampling. For hypotheses testing, the study used Structural Equation Model (SEM).

Results indicated that 1) the Investment Opportunity Set had a significant positive impact on Disclosure, 2) the Disclosure had a significant negative impact on Cost of Equity, 3) the Investment Opportunity Set had a significant positive impact on Leverage, and 4) the Investment Opportunity Set had a significant negative impact on Cost of Equity Capital.

Keywords:

Investment Opportunity Set, disclosure, Leverage, Cost Of Equity Capital.

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan serta sasaran tertentu yang berlainan. Namun tujuan perusahaan yang sebenarnya adalah kemakmuran para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sendiri ditentukan oleh keputusan investasi. Keputusan investasi meliputi investasi pada aset jangka pendek (aset lancar) dan aset jangka panjang (aset tetap). Pengembalian atas investasi pada aset jangka pendek diharapkan akan diterima dalam jangka waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus.

Perusahaan membutuhkan dana untuk mengambil kesempatan investasi yang ada, baik investasi pada aset jangka panjang maupun investasi pada aset jangka pendek. Dana dapat berasal dari berbagai sumber dan dalam bentuk yang berbeda – beda. Dilihat dari sumbernya, dana dapat diperoleh dari sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana internal diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan, yang

terdiri atas laba yang tidak dibagi (laba ditahan) dan depresiasi. Sedangkan sumber dana eksternal diperoleh dari luar perusahaan, yang terdiri atas utang (pinjaman) dan modal sendiri.

Biaya modal terdiri dari biaya penggunaan hutang jangka panjang (*cost of debt*) dan biaya modal saham biasa (*cost of equity capital*). *Cost of Debt* merupakan imbal hasil (*return*) yang harus diberikan oleh perusahaan kepada pemberi pinjaman. Dengan kata lain merupakan beban bunga yang timbul dari pembiayaan dengan hutang. *Cost of Equity Capital* yang selanjutnya disingkat COEC merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham.

Ada dua faktor yang bisa digunakan untuk menurunkan COEC, yaitu : 1) *Investment Opportunity Set*. dan 2) *Disclosure*. *Investment Opportunity Set* yang selanjutnya disingkat IOS merupakan suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif (Myers,1977). Menurut Gaver dan Gaver (1993) pilihan investasi masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Pilihan investasi dimasa mendatang terkait dengan tingkat pertumbuhan perusahaan, sehingga pertumbuhan perusahaan diharapkan memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di masa mendatang. *Disclosure* merupakan pemberian informasi dan penjelasan yang cukup mengenai hasil aktivitas suatu unit usaha. Dengan demikian, informasi tersebut harus lengkap, jelas dan dapat menggambarkan secara tepat kejadian-kejadian ekonomi yang berpengaruh terhadap hasil operasi unit usaha tersebut. *Disclosure* yang memadai diberikan oleh perusahaan karena mempunyai kepentingan yaitu adanya harapan mengenai dampak yang positif dari *disclosure* yang disampaikan. Di lain pihak, investor membutuhkan informasi untuk menilai waktu dan ketidakpastian aliran kas sekarang dan di masa yang akan datang sehingga dapat menilai perusahaan dan membuat keputusan. Perusahaan memenuhi kebutuhan tersebut dengan memberikan informasi baik melalui pengungkapan (*disclosure*) yang diwajibkan maupun dengan sukarela

Penelitian-penelitian empirik yang menguji pengaruh IOS terhadap *disclosure* telah dilakukan oleh Cahana dan Hosan (1995) mengenai hubungan antara IOS dengan kebijakan *disclosure*. Penelitian tersebut dilakukan dengan melihat kondisi pasar modal di Malaysia, menemukan terdapat hubungan positif antara IOS dengan kebijakan *disclosure*. Hossain *et al.*(2000) menemukan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan dan manajer luar. Subekti dan Indra (2000), menemukan IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan. Hossain *et al.*(2005) juga menemukan IOS berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat pengungkapan sukarela. Akhtaruddin dan Hossain (2008), Pramitasari (2010) menemukan tingkat pertumbuhan yang tinggi meningkatkan pengungkapan sukarela dengan adanya kontrol dari kepemilikan pemegang saham luar.

Penelitian-penelitian empirik yang menguji pengaruh *disclosure* terhadap COEC telah dilakukan oleh McKinnon *et al.*(1993), Botosan (1995), Fama dan French (1997), Botosan (1997), Gebhardt *et al.*(2000), Bartholdy *et al.*(2000), dan Marwata (2001). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan negatif antara

pengungkapan dan biaya modal. Leuz dan Verrecchia (2005), Yang Li *et al.* (2009) menemukan bahwa kualitas pengungkapan yang tinggi menurunkan biaya modal. Bloomfield dan Wilks (2000), dan Juniarti (2003) meneliti pengaruh tingkat *disclosure* terhadap COEC. Mardiyah (2004) meneliti pengaruh pengungkapan sukarela dan likuiditas pasar terhadap hubungan antara informasi asimetri dan COEC. Lambert *et al.* (2005) meneliti informasi akuntansi, pengungkapan dan *cost of capital*. Leuz (2005), Rokhayati dan Isnaeni (2005) meneliti pemilihan alokasi modal perusahaan, kualitas informasi dan *cost of capital*. Puspita (2009) meneliti pengaruh tingkat informasi terhadap biaya modal ekuitas. Cheynel, (2009), meneliti teori dari *voluntary disclosure* dan *cost of capital*. Dhaliwal *et al.* (2010) meneliti *voluntary non financial disclosure* dan *the cost of equity capital*.

Penelitian-penelitian empirik yang menguji pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap COEC telah dilakukan oleh Fama dan French (1992), Gebhardt *et al.* (2001), Ashbaugh *et al.* (2004). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Market-to-book ratio* (MTB) semakin tinggi menurunkan *cost of equity capital*, sehingga menunjukkan bahwa rasio MTB memiliki hubungan negatif dengan *cost of equity capital*. Sanjeev Mittal dan Monika Chopra (2006) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi menurunkan COEC. Gregory *et al.* (2009) mereplikasi penelitian Fama dan French (1997) tentang analisis untuk industri Inggris, menemukan *Market-to-book ratio* (MTB) memiliki hubungan negatif signifikan dengan *cost of equity capital*. Peluang investasi perusahaan yang lebih besar dan tinggi cenderung untuk menurunkan *cost of equity capital*.

Temuan penelitian mengenai *IOS*, *disclosure*, COEC dan *leverage* sebagaimana diuraikan diatas menunjukkan hasil yang konsisten dalam hal memprediksi pengaruh *IOS* terhadap *disclosure*, *disclosure* terhadap COEC, dan *IOS* terhadap COEC. Model peramalan pengaruh *IOS* terhadap *disclosure* ditemukan positif signifikan. Pengaruh *disclosure* terhadap COEC, pengaruh *IOS* terhadap COEC ditemukan negatif signifikan, pengaruh *IOS* terhadap *leverage* ditemukan negatif signifikan. Hasil yang konsisten tersebut memberi peluang peneliti untuk menguji pengaruh langsung dan tidak langsung *IOS* terhadap COEC, hal ini disebabkan karena penelitian terdahulu belum ada yang meneliti tentang pengaruh langsung dan tidak langsung *IOS* terhadap COEC dengan di mediasi *disclosure*.

Berdasarkan latar belakang penelitian, maka data diidentifikasi beberapa masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *disclosure*?
2. Bagaimana pengaruh *disclosure* terhadap *Cost Of Equity Capital*?
3. Bagaimana pengaruh *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap *Leverage*?
4. Apakah *Investment Opportunity Set* berpengaruh langsung terhadap *cost of equity capital*?
5. Apakah *Investment Opportunity Set* berpengaruh tidak langsung terhadap *cost of equity capital* dengan *disclosure* sebagai variabel mediasi?

2. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. *Investment Opportunity Set* dan *disclosure*

Pengaruh IOS terhadap *disclosure* ditinjau dari dua teori, yaitu teori agensi (*agency theory*) dan teori sinyal (*signal theory*). Menurut teori keagenan yang pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling tahun 1976, berawal dari adanya pemisahan dan pengendalian perusahaan yang berdampak pada munculnya konflik antara agen dan prinsipal. Hubungan keagenan merupakan hubungan antara satu orang atau lebih prinsipal dengan agen untuk melakukan tindakan atas nama prinsipal yang melibatkan pendelegasian kewenangan pengambilan keputusan kepada agen. Konflik kepentingan antara prinsipal dan agen menimbulkan biaya keagenan, yaitu berupa biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya penjaminan (*bonding cost*) dan kerugian residual (*residual loss*). Adanya konflik tersebut, akan mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan. (Jensen dan Meckling: 1976).

Hartono (1999), Kallapur dan Trombley (1999) dan Kumalahadi (2004) mengukur *IOS* dengan menggunakan enam proksi tersebut. Rasio-rasio ini diharapkan mencerminkan kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, yaitu semakin tinggi rasio-rasio *IOS*, semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan, karena rasio-rasio *IOS* merupakan gambaran yang bagus untuk pertumbuhan perusahaan. Jika perusahaan mempunyai peluang pertumbuhan perusahaan yang bagus, maka manajemen akan memberikan signal melalui *disclosure*. Dari uraian tersebut dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap *disclosure*

2.2. *Disclosure dan Cost of Equity Capital*

Beberapa faktor yang mempengaruhi COEC, antara lain *disclosure* Botosan, (1997). ukuran perusahaan Andadi (2006), *financial leverage* (Madichah, 2005), Khadka, 2006). *Disclosure* adalah salah satu variabel yang dapat mengurangi COEC. Pertama, *disclosure* menurunkan COEC dengan mengurangi informasi asimetri dan meningkatkan likuiditas saham Diamond dan Verrecchia (1991). Kedua, *disclosure* juga menurunkan COEC dengan mengurangi risiko estimasi. Botosan (1995) meneliti dampak tingkat pengungkapan terhadap COEC. Ia menguji asosiasi tingkat pengungkapan dan COEC dengan meregresi estimasi COEC atas beta pasar, ukuran perusahaan dan tingkat pengungkapan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semakin besar tingkat pengungkapannya maka COEC semakin rendah. Green *et al.*, (2001) meneliti biaya modal ekuitas dengan sampel perusahaan perbankan yang berada di negara Amerika. Akhtaruddin dan Hossian. (2008) menunjukkan bahwa pertumbuhan keuntungan perusahaan lebih tinggi, tingkat pengungkapan sukarela tinggi, maka biaya modal ekuitas akan turun.

Penelitian teoritis dan empiris yang menguji pengaruh pengungkapan sukarela terhadap COEC antara lain : Diamond dan Verrecchia, (1991), Handa dan Linn (1993), Coles *et al.*, (1995), dan Clarkson (1996), Botosan (1997), Blommfield dan Jefferey (2000), Botosan and Plumlee (2000), Leuz dan Verrecchia, (2005), Yang Li *et al.*, (2009), Puspita (2009), hasil penelitian mereka menemukan bahwa kualitas pengungkapan yang tinggi akan menurunkan COEC. Edwige Cheynel (2009), pengungkapan sukarela menurunkan *cost of capital* Dari uraian tersebut dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H2 : *Disclosure* berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital*

2.3. *Investment Opportunity Set, dan leverage*

Penelitian di Indonesia yang berkaitan dengan konflik keagenan baru mengungkapkan ada atau tidaknya konflik keagenan dan melihat hubungan antara *investment opportunities* dan kebijakan *leverage* yang memicu timbulnya konflik keagenan. Tetapi belum melihat konflik keagenan itu sendiri. Penelitian ini mengacu pada penelitian Nurdin (2001) dan Widyastuti (2007) tentang adanya konflik keagenan di Indonesia dengan melihat adanya variabel *growth opportunity* sebagai salah satu variabel yang mempengaruhinya dan kebijakan *leverage* sebagai variabel dependen. Billett *et al* (2007) melakukan penelitian mengenai *growth opportunity*, *leverage*, *debt maturity*, dan *debt covenant*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Namun penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* berubah positif saat *debt covenant* atau *short term debt* memoderasi hubungan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *debt covenant* maupun *short term debt* terbukti dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara *shareholders* dan *bondholders*. Dari uraian tersebut dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H3 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap *leverage*

2.4. *Investment Opportunity Set*, dan *Cost of Equity Capital*

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi dan IOS yang besar memungkinkan untuk melakukan pengungkapan yang tinggi. Perusahaan dengan tingkat kesempatan pertumbuhan potensial yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan untuk memiliki biaya modal yang rendah. Oleh sebab itu tingkat kesempatan pertumbuhan memiliki hubungan negatif terhadap COEC, maka semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin rendah COEC.

Peavy and Goodman (1985), menemukan *Price Earning ratio* (P/E rasio) mempunyai hubungan terbalik dengan *cost of equity capital*, artinya P/E meningkat akan menurunkan *cost of equity capital*. Fama dan French (1992), menemukan *Market-to-book equity* mempunyai hubungan negatif dengan *cost of equity capital*. Firer (1993), Chowdhry and Titman (2001) menemukan P/E rasio meningkat akan menurunkan *cost of equity capital*. Easton (2003), rasio *Price Earning Growth* dengan P/E rasio memiliki korelasi negatif dengan *cost of equity*.

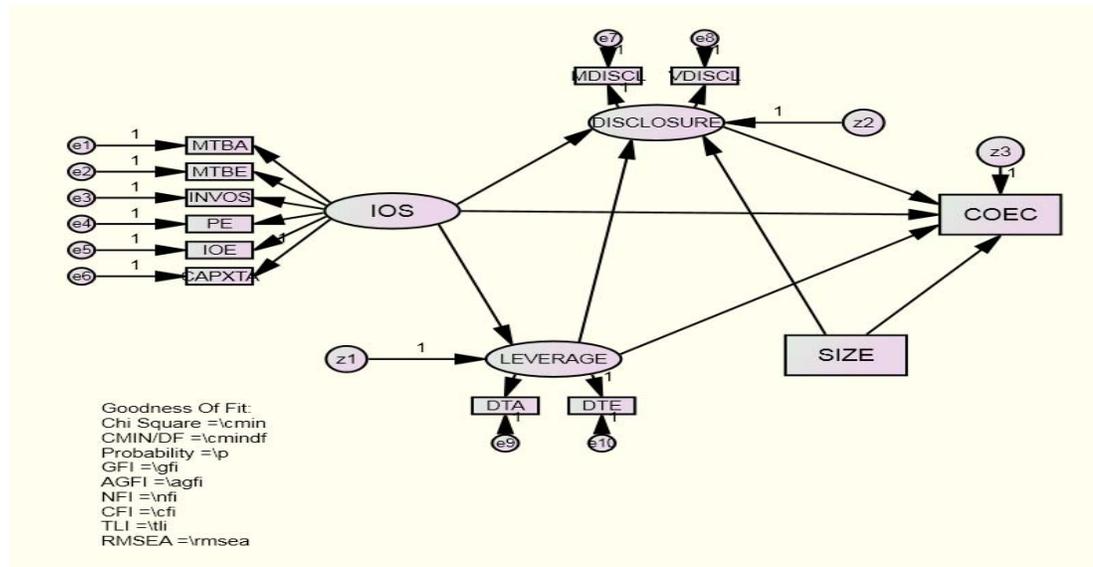
Amurwani (2006), menunjukkan bahwa pengungkapan sukarela perusahaan, informasi asimetri dan beta berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Lebih khusus lagi, hasil menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara signifikan memoderasi hubungan antara informasi asimetri dan biaya modal ekuitas, tetapi ukuran tidak signifikan memoderasi hubungan antara tingkat pengungkapan sukarela perusahaan dan biaya modal ekuitas. Berdasarkan uraian tersebut, dapat dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H4 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh langsung dan negatif terhadap *Cost of Equity Capital*

H5 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh tidak langsung dan negatif terhadap *Cost of Equity Capital*

Model Penelitian

Berdasarkan rancangan yang ada, penelitian ini menggunakan model SEM (*Structural Equation Modelling*). Model SEM ini memungkinkan untuk menguji beberapa variabel dependen sekaligus, dengan beberapa variabel independen Ghazali (2011). Adapun model penelitian seperti terlihat pada gambar 1.



Gambar 1. Diagram Path

3. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2006-2010. Sedangkan pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Pada penelitian ini diperoleh sampel sejumlah 182 perusahaan. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan Program Amos versi 18.

Proses pemilihan sampel yang ditempuh dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 3.1 sebagai berikut

Tabel 3.1
 Proses Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan/tahun	2006	2007	2008	2009	2010	Jmlh
• Jumlah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI	343	347	392	397	425	---
• Jumlah Perusahaan LQ45 bukan industri keuangan	40	40	41	43	44	208
• Perusahaan yang menderita rugi	4	1	9	6	6	26
Jumlah perusahaan sampel	36	39	32	37	38	182

Sumber: Data yang diolah, 2012

3.2. Definisi Operasional Variabel

1) *Cost of Equity Capital*

Perhitungan *cost of equity capital* setiap perusahaan sampel dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yaitu :

$$COEC_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft}) \beta \dots\dots\dots(4.1)$$

Keterangan :

R_{ft} = *return* bebas risiko yang diproksi dengan tingkat suku bunga SBI 1 bulan,

R_{mt} = *return* pasar

β = beta saham.

2) *Investment Opportunity Set (IOS)*

IOS adalah komponen nilai perusahaan yang berasal dari pilihan melakukan investasi di masa yang akan datang (Myers.1977). Oleh karena itu IOS tidak dapat diobservasi, maka IOS memerlukan proksi. Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi sebagaimana yang digunakan oleh Kumalahadi (2004) dan Hartono (1999) dengan menggunakan 6 (enam) variabel yaitu :

a) Proksi IOS berdasarkan harga mencakup :

- i. Rasio nilai pasar aktiva terhadap nilai bukunya/ *Market to Books Total Assets* (MTBA) = [nilai buku hutang + (lembar saham yang beredar x harga saham)] / Total aktiva
- ii. Rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai bukunya/ *Market to Books Total Equity* (MTBE) = (jumlah lembar saham yang beredar x harga saham) / Total ekuitas
- iii. Rasio harga saham terhadap laba per lembar saham/ *Price Earning Ratio* (PE) = harga saham / laba per lembar saham.

b) Proksi IOS berdasarkan investasi mencakup :

- i. Rasio investasi terhadap penjualan/ *Investment to Sales* (INVOS) = Total aktiva tetap berujud/penjualan bersih
- ii. Rasio investasi terhadap laba/ *Investment to Earning* (IOE) = Total aktiva tetap berujud/laba bersih
- iii. Rasio pengeluaran modal terhadap nilai buku total aktiva/ *Investment to Total Assets* (CAPXTA) = perubahan aktiva tetap / total nilai buku aktiva

3) *Disclosure*

Penentuan indeks pengungkapan wajib yang dilakukan pada penelitian ini berdasarkan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor: Kep-134/bl/2006 Tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten atau Perusahaan Publik. Penentuan *disclosure index* wajib dilakukan dengan mengklasifikasi butir informasi pengungkapan, yaitu : 1) informasi yang disajikan dalam laporan keuangan tahunan, 2) informasi yang tidak disajikan dalam laporan tahunan. Perusahaan yang mengungkap butir informasi wajib akan diberi skor 1, sedangkan bagi perusahaan yang tidak mengungkap butir informasi disajikan dalam laporan tahunan. akan diberi skor 0.

4) *Leverage*

Leverage, menurut Brigham dan Houston (2001) adalah suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap digunakan dalam struktur modal perusahaan. Semakin tinggi penggunaan sekuritas berpenghasilan tetap (dalam hal ini adalah hutang) maka *financial leverage* nya juga akan semakin tinggi, begitu juga sebaliknya. Semakin rendah penggunaan sekuritas berpenghasilan tetap maka *financial leverage* nya juga akan semakin rendah. Dalam penelitian ini *financial leverage* diukur dengan menggunakan dua cara, yaitu : *debt to total asset ratio* dan *debt to total equity ratio*. Adapun rumusnya sebagai berikut :

$$\text{Debt to total asset ratio} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(4.2)$$

$$\text{Debt to total equity ratio} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}} \dots\dots\dots(4.3)$$

5) Variabel Kontrol

Size

Beberapa studi sebelumnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*Size*) dan *financial leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap COEC (Botosan,1997, Modigliani dan Miller 1958, 1963) Dengan demikian, variabel *size* digunakan variabel kontrol.

Pada penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan total aktiva perusahaan dengan menggunakan perhitungan nilai logaritma total aktiva. Adapun rumusnya sebagai berikut:

$$\text{Size} = \text{Ln Total Assets} \dots\dots\dots(4.4).$$

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Hasil Statistik Deskriptif dapat dilihat pada tabel 1. Berdasarkan tabel 4.1 dapat dijelaskan bahwa variabel MTBA memiliki rata-rata sebesar 1,7989 dengan standar deviasi sebesar 1,91889, MTBE memiliki rata-rata sebesar 1,9649 dengan standar deviasi sebesar 1,90192. *INVOS* memiliki rata-rata sebesar 1,0624 dengan standar deviasi sebesar 1,22829. *PE* memiliki rata-rata sebesar 20,0242 dengan standar deviasi sebesar 15,44261. *IOE* memiliki rata-rata sebesar 7,9349 dengan standar deviasi sebesar 9,67664. *CAPXTA* memiliki rata-rata sebesar 0,9031 dengan standar deviasi sebesar 0,26925. Peluang pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan MTBA dengan rata-rata sebesar 179,89 %, MTBE sebesar 196,49 %, *INVOS* sebesar 106,24% dan *PE* sebesar 200,242 %, *IOE* sebesar 793,49 %, *CAPXTA* sebesar 90,31 %. Nilai diatas 100 % menunjukkan perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang baik. Nilai maksimum dari variabel MTBA sebesar 852 % yang dimiliki oleh perusahaan UNSP tahun 2010, dan nilai minimumnya adalah sebesar 0% yang dimiliki oleh perusahaan TINS tahun 2008.

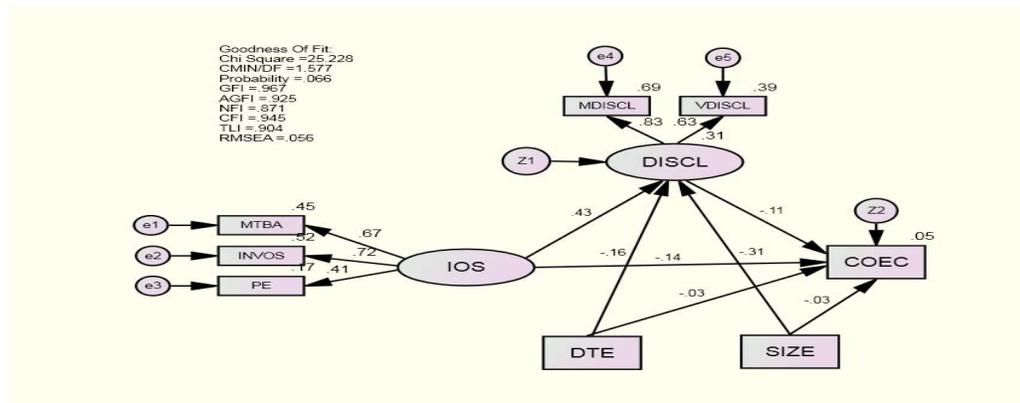
Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MTBA	182	.02	8.30	1,7989	1,91889
MTBE	182	.01	8.92	1,9649	1,90192
INVOS	182	.01	5.75	1,0624	1,22829
PE	182	2.00	79.20	20,0242	15,44261
IOE	182	.03	37.31	7,9349	9,67664
CAPXTA	182	.00	1.93	0,9031	0,26925
MDISCL	182	.52	.93	0,6642	0,05662
VDISCL	182	.58	.85	0,6940	0,04406
COEC	182	.01	.95	0,2591	0,25164
DTA	182	.01	6.75	0,6297	0,92718
DTE	182	.01	6.50	0,6686	0,92246
SIZE	182	7.52	31.10	20,7759	5,92873
Valid N (listwise)	182				

MDISCL memiliki rata-rata sebesar 0,6642 dengan standar deviasi sebesar 0,05662. VDISCL memiliki rata-rata sebesar 0,6940 dengan standar deviasi sebesar 0,04406. Variabel *Disclosure* yang diukur dengan *Mandatory Disclosure* rata-rata sebesar 66,42 % dengan standar deviasi sebesar 0,05867. dan *Voluntary Disclosure* rata-rata sebesar 69,40 % dengan standar deviasi sebesar 0,04406 menunjukkan bahwa perusahaan melakukan keterbukaan yang cukup tinggi. Nilai maksimum dari variabel *mandatory disclosure* dimiliki oleh perusahaan INCO tahun 2008, dan nilai minimumnya dimiliki oleh perusahaan SGRO tahun 2008.

Dalam penelitian ini variabel IOS, *Disclosure* dan *Leverage* diukur berdasarkan beberapa indikator. Untuk memperoleh data dari variabel-variabel tersebut, maka dilakukan analisis faktor konfirmatori. Analisis faktor konfirmatori digunakan untuk meneliti variabel-variabel yang mendefinisikan sebuah konstruk yang tidak dapat diukur secara langsung.

Hasil analisis SEM pada tahap akhir selengkapnya disajikan dalam bentuk *Path Diagram* (Diagram Jalur) sebagai berikut:



Gambar 2. *Path Diagram*

Hasil uji model akhir yang disajikan pada gambar 2 diatas dievaluasi berdasarkan *goodness of fit* pada tabel 2 berikut dengan kriteria model serta nilai kritisnya yang memiliki kesesuaian

Tabel 2 Evaluasi kriteria *Goodness of Fit Indices Overall Model Tahap Akhir*

<i>Goodness of Fit</i>	<i>Cut-off Value</i>	<i>Hasil Model Akhir</i>	<i>Keterangan</i>
χ^2 - <i>Chi-Square</i>	Diharapkan Kecil	37,603	Baik
CMIND/DF	≤ 2	1,297	Baik
Probability	$\geq 0,05$	0,131	Baik
GFI	$\geq 0,90$	0,961	Baik
AGFI	$\geq 0,90$	0,927	Baik
NFI	$\geq 0,90$	0,884	Cukup
CFI	$\geq 0,95$	0,969	Baik
TLI	$\geq 0,90$	0,952	Baik
RMSEA	$\leq 0,08$	0,056	Baik

Sumber : Ghozali (2011)

Dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi model terhadap konstruk secara keseluruhan dari berbagai kriteria sudah tidak terdapat pelanggaran kritis. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model akhir penelitian

ini sesuai dengan data penelitian, sehingga dapat dilakukan uji kesesuaian model selanjutnya.

Analisis pengaruh langsung (*direct effect*) untuk mengevaluasi pengaruh setiap konstruk terhadap pengaruh langsung tidak lain adalah koefisien dari semua garis koefisien dengan anak panah satu ujung, yang hasil uji disajikan pada Tabel 3 berikut,

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis Variabel Independen Variabel Dependen			Koefisien Jalur <i>Direct Effect</i>		
			Standardize	p-value	Signifikan
H1	<i>Investment Opportunity Set</i>	<i>Disclosure</i>	0,001	002	Signifikan
H2	<i>Disclosure</i>	<i>Cost Of Equity Capital</i>	0,636	0,22	Signifikan
H3	<i>Investment Opportunity Set</i>	<i>Leverage</i>	0.110	0.007	Signifikan
H4	<i>Investment Opportunity Set</i>	<i>Cost Of Equity Capital</i>	0,004	0,020	Signifikan

5. PEMBAHASAN

Pengujian hipotesis 1 menunjukkan diterima, bahwa IOS yang tercermin dalam *market to books value asset ratio* (MTBA), *Investment to Sales ratio* (INVOS), *Price Earning Ratio* (PE) dan *Investment to Earning ratio* (IOE). berpengaruh positif dan signifikan terhadap *disclosure* yang tercermin dalam *Mandatory Disclosure* dan *Voluntary Disclosure*, Artinya semakin tinggi IOS, maka semakin tinggi *disclosure*.

Pengujian ini merujuk kepada merujuk hasil penelitian [Cahan](#) and [Hossain](#) (1995), yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi. Hossain *et al.*, (2000), IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan, hal ini disebabkan bahwa peluang investasi yang lebih besar membutuhkan keterbukaan informasi dan pemantauan lebih karena para manajer di perusahaan-perusahaan memiliki kebijaksanaan yang lebih baik dalam memilih investasi dan mengalokasikan sumber daya untuk investasi. Demikian pula perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi cenderung melakukan pengungkapan informasi daripada di perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah.

Menurut Chairis dan Ghazali (2001) *disclosure* mengandung arti bahwa laporan keuangan harus memberikan informasi dan penjelasan yang cukup mengenai hasil kegiatan suatu unit usaha. Informasi tersebut harus lengkap, jelas dan dapat menggambarkan secara tepat mengenai kejadian-kejadian ekonomi yang berpengaruh terhadap hasil operasi unit usaha tersebut. Informasi yang diungkapkan harus berguna dan tidak membingungkan bagi pemakai laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi. Hossain *et al.*(2005), menyatakan bahwa IOS berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat pengungkapan sukarela.

Pengujian hipotesis 2 menunjukkan diterima, bahwa *disclosure* yang tercermin dalam *Mandatory Disclosure* dan *Voluntary Disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of equity capital* yang tercermin dalam *disclosure* berpengaruh negatif terhadap COEC, yang artinya semakin tinggi *disclosure*, maka semakin rendah COEC.

Pengujian ini merujuk kepada hasil studi yang dilakukan oleh Botosan (1997) meneliti tentang pengaruh tingkat *disclosure* terhadap biaya modal ekuitas. Juniarti (2003) meneliti tentang pengaruh tingkat *disclosure* terhadap COEC. Mardiyah (2004) meneliti tentang pengaruh pengungkapan sukarela dan likuiditas pasar terhadap hubungan antara informasi asimetri dan COEC. Lambert (2005) meneliti tentang informasi akuntansi, pengungkapan dan *cost of capital*. Leuz (2005) meneliti tentang pemilihan alokasi modal perusahaan, kualitas informasi dan *cost of capital*. Puspita (2009), meneliti Pengaruh Tingkat Informasi Terhadap Biaya Modal Ekuitas pada Perusahaan Go Public Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Cheynel, 2009, meneliti teori dari *voluntary disclosure* dan *cost of capital*. Dhaliwal *et al.*, (2010) meneliti *voluntary nonfinancial disclosure* dan *the COEC*.

Pengujian hipotesis 3 menunjukkan diterima, bahwa IOS yang tercermin dalam *market to books value asset ratio* (MTBA), *Investment to Sale ratio* (INVOS), *Price Earning Ratio* (PE) dan *Investment to Earning ratio* (IOE). berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* Penelitian ini mengacu pada penelitian Nurdin (2001) dan Widyastuti (2007) tentang adanya konflik keagenan di Indonesia dengan melihat adanya variabel *growth opportunity* sebagai salah satu variabel yang mempengaruhinya dan kebijakan *leverage* sebagai variabel dependen. Billett *et al* (2007) melakukan penelitian mengenai *growth opportunity*, *leverage*, *debt maturity*, dan *debt covenant*.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Namun penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* berubah positif saat *debt covenant* atau *short term debt* memoderasi hubungan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *debt covenant* maupun *short term debt* terbukti dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara *shareholders* dan *bondholders*.

Pengujian hipotesis 4 menunjukkan diterima, bahwa IOS yang tercermin dalam *market to books value asset ratio* (MTBA), *Investment to Sale ratio* (INVOS), *Price Earning Ratio* (PE) dan *Investment to Earning ratio* (IOE). berpengaruh negatif dan signifikan terhadap COEC, yang artinya semakin tinggi IOS, maka semakin rendah COEC.

Menurut Chairis dan Ghazali (2001) *disclosure* mengandung arti bahwa laporan keuangan harus memberikan informasi dan penjelasan yang cukup mengenai hasil kegiatan suatu unit usaha. Informasi tersebut harus lengkap, jelas dan dapat menggambarkan secara tepat mengenai kejadian-kejadian ekonomi yang berpengaruh terhadap hasil operasi unit usaha tersebut. Informasi yang diungkapkan harus berguna dan tidak membingungkan pemakai laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi.

Hossain *et al.*, (2005), menyatakan bahwa IOS berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat pengungkapan sukarela. Botosan (1997) meneliti tentang pengaruh tingkat *disclosure* terhadap biaya modal ekuitas. Juniarti (2003) meneliti

tentang pengaruh tingkat *disclosure* terhadap COEC. Mardiyah (2004) meneliti tentang pengaruh pengungkapan sukarela dan likuiditas pasar terhadap hubungan antara informasi asimetri dan COEC. Lambert (2005) meneliti tentang informasi akuntansi, pengungkapan dan *cost of capital*. Leuz (2005) meneliti tentang pemilihan alokasi modal perusahaan, kualitas informasi dan *cost of capital*. Puspita (2009), meneliti Pengaruh Tingkat Informasi Terhadap Biaya Modal Ekuitas pada Perusahaan Go Public Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Cheynel, 2009, meneliti teori dari *voluntary disclosure* dan *cost of capital*. Dhaliwal *et al.*, (2010) meneliti *Voluntary Nonfinancial Disclosure* dan *the COEC*.

6. KESIMPULAN

- 1) IOS yang tercermin dalam *market to books value asset ratio* (MTBA), *Investment to Sale ratio* (INVOS), *Price Earning Ratio* (PE) dan *Investment to Earning ratio* (IOE). berpengaruh positif dan signifikan terhadap *disclosure* yang tercermin dalam *Mandatory Disclosure* dan *Voluntary Disclosure*, artinya semakin tinggi IOS, maka semakin tinggi *disclosure*. Peluang investasi yang lebih besar membutuhkan keterbukaan informasi dan pemantauan lebih karena para manajer di perusahaan-perusahaan memiliki kebijaksanaan yang lebih baik dalam memilih investasi dan mengalokasikan sumber daya untuk investasi. Demikian pula perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi cenderung melakukan pengungkapan informasi daripada di perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah.
- 2) *Disclosure* yang tercermin dalam *Mandatory Disclosure* dan *Voluntary Disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of equity capital* yang tercermin dalam *disclosure* berpengaruh negatif terhadap COEC, yang artinya semakin tinggi *disclosure*, maka semakin rendah COEC. Laporan keuangan harus memberikan informasi dan penjelasan yang cukup mengenai hasil kegiatan suatu unit usaha. Informasi tersebut harus lengkap, jelas dan dapat menggambarkan secara tepat mengenai kejadian-kejadian ekonomi yang berpengaruh terhadap hasil operasi unit usaha tersebut. Informasi yang diungkapkan harus berguna dan tidak membingungkan bagi pemakai laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi.
- 3) IOS yang tercermin dalam *market to books value asset ratio* (MTBA), *Investment to Sales ratio* (INVOS), *Price Earning Ratio* (PE) dan *Investment to Earning ratio* (IOE). berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi di masa lampau akan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi dimasa kini. Pada penelitian lain Widyastuti (2007) menyatakan adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dan antara pemegang saham atau manajer dengan kreditur pada perusahaan di Indonesia.
- 4) IOS yang tercermin dalam *market to books value asset ratio* (MTBA), *Investment to Sales ratio* (INVOS), *Price Earning Ratio* (PE) dan *Investment to Earning ratio* (IOE). berpengaruh negatif dan signifikan terhadap COEC, yang artinya semakin tinggi IOS, maka semakin rendah COEC. Laporan keuangan harus memberikan informasi dan penjelasan yang cukup mengenai hasil kegiatan suatu unit usaha. Informasi tersebut harus lengkap, jelas dan dapat menggambarkan secara tepat mengenai kejadian-kejadian ekonomi yang berpengaruh terhadap

hasil operasi unit usaha tersebut. Informasi yang diungkapkan harus berguna dan tidak membingungkan pemakai laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhtaruddin, M. & Hossian, M. 2008, Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia, *JOAAG, Vol. 3. No. 2*
- Aniek Amurwani. 2006, Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela Dan Asimetri Informasi Terhadap Cost Of Equity Capital. *Skripsi*.
- Ashbaugh H, Collins DS, LaFond R (2004). Corporate governance and cost of equity capital'. *Working Paper, University of Wisconsin Madison. University of Iowa & Massachusetts Institute of Technology*.
- Bloomfield, R. J., & Wilks, T. J. (2000), Disclosure Effects in the Laboratory : Liquidity, Depth and the Cost of capital, *The Accounting Review, vol. 75 (1)*,hal. 13-41.
- Botosan, Christine A, (1995), The Effect of Disclosure Level on the Cost of Equity Capital, Available at SSRN: [http://ssrn.com =55462](http://ssrn.com=55462)
- Botosan, Christine A, (1997), Disclosure level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review, Vol 72, No 3, hal. 323-349*. <http://ssrn.com> 2926
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2001. Manajemen Keuangan, *Edisi 8, Erlangga, Jakarta*.
- Cahan,S.F. dan M. Hossan 1996. "The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy Choice.," *Asia Pasific Journal of Management 13 (1):65-85*
- Christian Leuz And Robert E. Verrecchia January 2005. Firms' Capital Allocation Choices,Information Quality, And The Cost Of Capital. Available On <http://ssrn.com> 495363
- Chowdhry, B and Titman, S. (2001), Why real interest rates, cost of capital and price/earnings ratios vary across countries, *Journal of International Money and Finance, 20 (2001) 165-189*
- Clarkson, P., Guedes, J. And Thompson, R. (1996), On The Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk, *Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 31 (1), hal. 69-84*.
- Coles, J. L., Loewenstein, U. & Suay, J. (1995), On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty, *Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.30 (3), hal. 347-364*.
- Diamond dan Robert E. Verrecchia, 1991, Disclosure. Liquidity ad The Cost Of capital, *Journal of Finance. Volume : 46.No 4. 1325-59*
- Denissa Pramitasari, 2010. Investment Opportunity St Dan Voluntary Disclosure Pada perusahaan manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*

- Easton, P. 2004. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital, *79 The Accounting Review* 79 73–95.
- Fama E, French K (1992). The cross sections of expected returns. *J. Financ.*, 47: 427-466
- Fama, E., and K. French, 1997. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics* [Volume 43, Issue 2](#), February 1997, Pages 153–193
- Fachrial Andadi D, 2006. Asimetri Informasi And Cost Of Equity Capital Pada Perusahaan Go Public Di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Skripsi*
- Firer, C. (1993), The P/E ratio and cost of equity capital, *Investment Analysts journal*, Vol. 38, pp. 43-47.
- Gaver J. Jennifer., dan Keneth M.Gaver. 1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies, *Financial Management*, 24:19-32.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M.Gaver, 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies. *Journal Of Accounting & Economics* , 16:125-160
- Gaver J.Jennifer., dan Keneth M.Gaver, 1995. Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Financial Management*, 24:19-32
- Gebhardt, William R. Charles M. C. Lee Bhaskaran Swaminathan, 2000, Toward an Implied Cost of Capital, *Forthcoming Journal of Accounting Research*
- Ghozali, Imam, 2011. Model Persamaan Struktural Konsep dan Aplikasi Dengan Program AMOS 19.0. *Badan Penerbit Universitas UNDIP Semarang*
- Hanafi, M., Mamduh 2004. Manajemen Keuangan. *BPFE* , Yogyakarta
- Hartono M, Jogiyanto. 2000. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. *Edisi Keenam. Yogyakarta: BPFE*
- Imam Subekti dan Indra W. Kusuma, 2000, Assosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham, *SNA IV, IAI, hal. 820-845*
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3/4, 305 – 360.
- Juniarti dan Frency Yunita, 2003, Pengaruh Tingkat Disclosure Terhadap Biaya Ekuitas, *Jurnal Akuntansi Petra* , Vol 5, No 2
- Kallapur, Sanjay dan Mark A Trombley, 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Bussiness Finance & Accounting* 26, April/May :505-519
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Tombley, 1999, The Association Between Investment Opportunity Set Proxy and Realized Grwoth, *Journal of business Accounting* 26, April/May, 505519.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan No: Kep-134/bl/2006

- Kumalahadi, 2004. Pengaruh pemoderasi aliran kas kejutan terhadap hubungan antara set kesempatan investasi dan reaksi pasar. *disertasi*
- Leuz, C., & Robert E. Verrecchia. (2005), The Economic Consequences of Increased Disclosure, *Journal of Accounting Research*, vol. 38, hal. 91-124.
- Madichah, 2005. Pengaruh Earning Per Share (Eps), Dividen Per Share (Dps) Dan *Financial Leverage* (Fl) Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di BEJ, *Skripsi*
- Mahmud Hossain, Kamran Ahmed, Jayne M. Godfrey, 2005, Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equations Approach, *Journal of Business Finance & Accounting*, [Volume 32, Issue 5-6](#), pages 871–907
- [Mahmud Hossain](#), [Steven F. Cahan](#), [Michael B. Adams](#), 2000. The Investment Opportunity Set and the Voluntary Use of Outside Directors: New Zealand Evidence , *Accounting and Business Research*, Vol. 30, No. 4, Pp. 263-273,
- Marwata, 2001. Hubungan Antara Karakteristik Perusahaan dan Kualitas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi IV, Bandung*.
- McKinnon, J. And Dalimunthe, L. 1993. Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies, *Accounting and Finance*, Vol 33, 33-50
- Myers, S. 1977, Determinants of Corporate Borrowing, *Journal Financial Economics*, 5:147-175.
- Peavy, J. W. and Goodman, D. A. (1985). How Inflation, Risk and Corporate Profitability Affect Common Stock Returns, *Financial Analysts Journal*, Vol. 41, No. 5, pp. 59-65
- Puspita, Bahari Sandra, 2009 Pengaruh Tingkat Pengungkapan Informasi Terhadap Biaya Modal Ekuitas Pada Perusahaan Go Public Yang terdaftar di Bus Efek Indonesia, *Disertasi*
- Richard Lambert, Christian Leuz, Robert E. Verrecchia, September 2005. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital [.papers.ssrn.com/1065871](#)
- Rokhayati, Isnaeni. 2005, Analisis Hubungan IOS dengan Realisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh Terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen di BEJ, *SMART Vol I No. 2 Januari 2005 : (p41-60)*.
- Sanjeev Mittal and Monika Chopra, 2006. A Study Of Payer and No Payer Firm in India Impact of Investment Opportunities, Growth, Cost Of Equity and Ownership Structure. *Delhi Business Review X Vol. 7, No. 2*
- [Steven F. Cahan](#) and [Mahmud Hossain](#), 1995 The investment opportunity set and disclosure policy choice: Some Malaysian evidence, *Asia Pacific Journal of Management* [Volume 13, Number 1](#), 65-85, DOI: 10.1007/BF01739682
- Yang Li, Donald Stokes, Stephen Taylor, Leon Wong, 2009. Audit Quality, Earning Quality and the Cost Of Equity Capital. www.afaanz.org.