

ANALISIS EFEK LUAS PENGUNGKAPAN SUKARELA DALAM LAPORAN TAHUNAN TERHADAP *COST OF EQUITY CAPITAL* PERUSAHAAN

YAMOTUHO GULO
Universitas Gadjah Mada

Penelitian ini menganalisis dan menguji efek luas pengungkapan sukarela yang disampaikan oleh manajemen dalam laporan keuangan tahunan terhadap *cost of equity capital* perusahaan. Penelitian mengenai efek luas pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan terhadap *cost of equity capital* perusahaan ini, akan memberikan pengetahuan mengenai praktek pengungkapan kepada manajemen perusahaan. Pengenalan akan efek yang ditimbulkan tersebut akan dapat membantu manajemen dalam mengungkapkan informasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau dapat membantu investor atau calon investor dalam menilai perusahaan sehingga dapat membuat keputusan ekonomi yang tepat. Pertanyaan yang mendasari hipotesis dalam penelitian ini adalah apakah dengan semakin luasnya pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan dapat menurunkan *cost of equity capital* perusahaan. Pengujian dilakukan dengan meregresikan estimasi *cost of equity capital* terhadap indek pengungkapan sukarela, nilai pasar ekuitas dan estimasi beta pasar. Luas (indek) pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan diukur dengan daftar 33 item informasi yang dimuat dalam laporan tahunan pada tahun 1995. Sebanyak 58 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ mulai Januari 1991 dipilih sebagai sampel penelitian. Hasil pengujian empirik menunjukkan bahwa variabel indek pengungkapan sukarela yang disampaikan oleh perusahaan dalam laporan tahunan 1995 secara statistik tidak mempunyai hubungan negatif yang signifikan dengan estimasi *cost of equity capital* perusahaan. Hal ini berarti bahwa tingkat keluasan pengungkapan sukarela yang disampaikan dalam laporan keuangan tahunan tidak menurunkan *cost of equity capital* perusahaan. Nilai pasar ekuitas perusahaan secara statistik juga tidak mempunyai hubungan negatif yang signifikan dengan *cost of equity capital* perusahaan. Sedangkan beta pasar secara statistik menunjukkan hubungan positif signifikan dengan *cost of equity capital*.

Keywords : *Pengungkapan sukarela, Luas pengungkapan, Cost of equity capital, Laporan tahunan*

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Pengungkapan informasi yang memadai diberikan oleh perusahaan karena mempunyai kepentingan yaitu adanya harapan mengenai dampak positif dari pengungkapan informasi yang disampaikan. Foster (1986, pp.31-33) menjelaskan pengaruh pelaporan keuangan terhadap pasar modal dan pengaruh pengungkapan yang lebih luas. Perusahaan bersaing di pasar modal dalam jenis sekuritas, termin dan *return* yang ditawarkan. Sementara itu terdapat ketidakpastian mengenai kualitas perusahaan dan sekuritasnya. 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 pemberian yang diwajibkan maupun dengan sukarela.

Manajemen akan memberikan dan mengungkapkan informasi secara sukarela dipengaruhi oleh biaya dan manfaat yang diperoleh. Manajemen akan mengungkapkan informasi secara sukarela bila manfaat yang diperoleh dari pengungkapan informasi tersebut lebih besar dari biayanya (Elliot dan Jacobson, 1994). Seberapa besar manfaat dari semakin luasnya pengungkapan masih menjadi isu kontroversial hingga saat ini. Penelitian yang dilakukan Elliot dan Jacobson (1994) menemukan bahwa manfaat pengungkapan informasi secara sukarela adalah semakin kecilnya biaya modal (*cost of equity capital*). Manfaat tersebut diperoleh karena pengungkapan informasi oleh perusahaan akan membantu investor dan kreditor memahami resiko investasi. Kekurangan dan ketidaklengkapan informasi akan tercermin dalam biaya modal sebagai *premium* di atas *risk-free rate of return* ditambah *economic risk premium*. Pengungkapan yang sempit biasanya menyebabkan *premium* resiko informasi yang tinggi dan pengungkapan yang luas menyebabkan *premium* resiko informasi yang rendah.

Beberapa model *asset pricing* menunjukkan bahwa semakin luas pengungkapan, akan menurunkan *cost of equity capital*. Namun masih sedikit bukti empiris yang ada yang mendukung pernyataan tersebut. Kurangnya bukti-bukti empiris tersebut semakin menambah perdebatan di antara para praktisi mengenai manfaat dari semakin luasnya pengungkapan. Misalnya, *Jenkins Committee* menyatakan bahwa manfaat penting dari perluasan pengungkapan adalah semakin turunnya *cost of equity capital*. Namun pernyataan tersebut disanggah oleh *Financial Executives Institute* (Berton 1994), dengan alasan bahwa perluasan pengungkapan yang disebutkan dalam laporan *Committee* tersebut adalah ditujukan kepada *traders* saham yang ingin menambahkan pada volatilitas (*volatility*) harga saham, dengan demikian meningkatkan resiko dan membawa kepada *cost of equity capital* yang tinggi.

Penelitian teoritis yang mendukung hubungan negatif antara tingkat pengungkapan dan *cost of equity capital* didukung oleh dua aliran penelitian. Pertama, bahwa pengungkapan yang lebih luas menaikkan likuiditas pasar saham, dengan demikian menurunkan *cost of equity capital*, baik melalui

menurunnya biaya-biaya transaksi atau melalui meningkatnya permintaan sekuritas perusahaan. Penelitian ini di dukung oleh Demsetz (1968), Copeland dan Galai (1983), Glosten dan Milgrom (1985), Amihud dan Mendelson (1986), serta Diamond dan Verrecchia (1991). Aliran penelitian yang kedua didukung oleh Klein dan Bawa (1976), Barry dan Brown (1985), Coles dan Loewenstein (1988), Handa dan Linn (1993), Coles et al. (1995) serta Clarkson et al. (1996), yang menyatakan bahwa pengungkapan yang lebih luas menurunkan resiko estimasi (*estimation risk*) yang timbul dari estimasi investor mengenai parameter *return asset's* atau *payoff distribution*. Dengan demikian, ada ketidakpastian yang besar mengenai parameter yang 'benar' pada saat kurangnya informasi. Apabila resiko estimasi tidak dapat didiversifikasikan (*nondiversifiable*), maka investor meminta kompensasi karena bertambahnya elemen resiko. Namun demikian, tidak ada kesepakatan yang dicapai mengenai kemampuan resiko estimasi untuk didiversifikasikan (*diversifiability of estimation risk*) (Clarkson et al., 1996).

Meskipun penelitian-penelitian empiris yang telah ada cenderung mendukung hubungan negatif antara luasnya pengungkapan dengan *cost of equity capital*, namun *authors* pada *Jenkins Committee* (1994) melaporkan bahwa bukti-bukti empiris yang ada hingga sekarang tidak menunjukkan kasus empiris yang menyatakan bahwa pengungkapan yang informatif menurunkan *cost of capital*. Hal ini disebabkan karena penelitian sebelumnya menguji dampak pengungkapan pada variabel-variabel yang diharapkan secara positif berhubungan dengan *cost of equity capital* dan tidak pada *cost of equity capital* itu sendiri. Penelitian sebelumnya menggunakan pendekatan langsung karena ketepatan estimasi *cost of equity capital* untuk meneliti dampak pengungkapan pada *cost of equity capital* sulit untuk diperoleh. Dengan demikian, metode tradisional untuk mengestimasi *cost of equity capital* tidak memberikan *role* untuk informasi maupun hasil (*yield*) pengukuran *cost of equity capital* tersebut. Ini merupakan kasus dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model*. Model ini menunjukkan adanya sedikit hubungan atau tidak ada sama sekali hubungannya dengan *market beta* (pengukuran resiko perusahaan yang berterima umum).

MASALAH PENELITIAN

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dijelaskan di atas, maka yang menjadi permasalahan untuk diteliti dan dibuktikan adalah apa efek dari perluasan pengungkapan khususnya pengungkapan sukarela terhadap biaya modal perusahaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya tidak langsung meneliti efek perluasan pengungkapan terhadap biaya modal (biaya modal sebagai variabel dependen dan luas pengungkapan sukarela sebagai variabel independen), namun hanya meneliti faktor-faktor yang diharapkan berpengaruh terhadap biaya modal. Untuk itu perlu dibuktikan secara langsung hubungan luas pengungkapan sukarela dengan biaya modal.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji dan menganalisis hubungan atau bagaimana pengaruh tingkat keluasan pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan perusahaan, pengaruh besarnya nilai pasar ekuitas dan pengaruh beta saham terhadap biaya modal perusahaan. Apakah hubungan tersebut positif atau negatif. Dengan kata lain penelitian ini akan mencari bukti empiris mengenai pengaruh tingkat keluasan pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan perusahaan, pengaruh besarnya nilai pasar ekuitas serta beta saham perusahaan terhadap besar kecilnya *cost of equity capital* perusahaan. Sehingga akan diteliti apakah dengan semakin luasnya pengungkapan sukarela, dengan semakin besarnya nilai pasar ekuitas serta dengan semakin besar atau kecilnya beta saham perusahaan akan menyebabkan semakin kecil atau semakin besarnya *cost of equity capital* perusahaan.

TUJUAN PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan : 1. Untuk mengestimasi besarnya *cost of equity capital* perusahaan. 2. Mengestimasi beta pasar setiap perusahaan sampel. 3. Mengembangkan daftar item pengungkapan sukarela dan membuat indeks pengungkapan. 4. Menganalisis dan menguji hubungan antara *cost of equity capital* perusahaan dengan tingkat keluasan pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan, beta pasar dan *firm size (market value of equity)*.

MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat : 1. Bagi manajemen perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan, penelitian ini memberikan informasi mengenai hubungan dan pengaruh luas pengungkapan sukarela dalam pelaporan keuangan perusahaan dengan *cost of equity capital*, sehingga manajemen dapat menerapkan strategi pengungkapan yang tepat dalam pelaporan keuangan. 2. Untuk IAI, hasil penelitian ini akan memberikan informasi yang membantu dalam menyusun standar pelaporan keuangan khususnya standar pengungkapan pelaporan keuangan. 3. Untuk penelitian selanjutnya, akan bermanfaat sebagai informasi tambahan atau bahan untuk penelitian yang lebih mendalam.

TINJAUAN PUSTAKA

Penelitian teoritis yang mendukung hubungan negatif antara tingkat pengungkapan dan *cost of equity capital* didukung oleh dua aliran penelitian. Pertama, bahwa pengungkapan yang lebih luas menaikkan likuiditas pasar saham, dengan demikian menurunkan *cost of equity capital*, baik melalui menurunnya biaya-biaya transaksi atau melalui meningkatnya permintaan sekuritas perusahaan. Penelitian ini di dukung oleh Demsetz (1968), Copeland dan Galai (1983), Glosten dan Milgrom (1985), Amihud dan Mendelson (1986),

serta Diamond dan Verrecchia (1991). Aliran penelitian yang kedua didukung oleh Klein dan Bawa (1976), Barry dan Brown (1985), Coles dan Loewenstein (1988), Handa dan Linn (1993), Coles et al. (1995) serta Clarkson et al. (1996), yang menyatakan bahwa pengungkapan yang lebih luas menurunkan resiko estimasi (*estimation risk*) yang timbul dari estimasi investor mengenai parameter *return asset's* atau *payoff distribution*. Dengan demikian, ada ketidakpastian yang besar mengenai parameter yang 'benar' pada saat kurangnya informasi. Apabila resiko estimasi tidak dapat didiversifikasikan (*nondiversifiable*), maka investor meminta kompensasi karena bertambahnya elemen resiko. Namun demikian, tidak ada kesepakatan yang dicapai mengenai kemampuan resiko estimasi untuk didiversifikasikan (*diversifiability of estimation risk*) (Clarkson et al., 1996).

Meskipun penelitian-penelitian empiris yang telah ada cenderung mendukung hubungan negatif antara luasnya pengungkapan dengan *cost of equity capital*, namun *authors* pada *Jenkins Committee* (1994) melaporkan bahwa bukti-bukti empiris yang ada hingga sekarang tidak menunjukkan kasus empiris yang menyatakan bahwa pengungkapan yang informatif menurunkan *cost of capital*. Hal ini disebabkan karena penelitian sebelumnya menguji dampak pengungkapan pada variabel-variabel yang diharapkan secara positif berhubungan dengan *cost of equity capital* dan tidak pada *cost of equity capital* itu sendiri. Penelitian sebelumnya menggunakan pendekatan langsung karena ketepatan estimasi *cost of equity capital* untuk meneliti dampak pengungkapan pada *cost of equity capital* sulit untuk diperoleh. Dengan demikian, metode tradisional untuk mengestimasi *cost of equity capital* tidak memberikan *role* untuk informasi maupun hasil (*yield*) pengukuran *cost of equity capital* tersebut. Ini merupakan kasus dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model*. Model ini menunjukkan adanya sedikit hubungan atau tidak ada sama sekali hubungannya dengan *market beta* (pengukuran resiko perusahaan yang berterima umum).

Penelitian-penelitian lain yang meneliti efek dari tingkat keluasan pengungkapan sukarela dilakukan oleh Dhaliwal (1978), yang meneliti efek pengungkapan sukarela *line of business* dan menemukan keuntungan pengungkapan sukarela informasi mengenai *line of business*. Penelitian tersebut menunjukkan konsistensi dengan hipotesis biaya modal yang rendah pada perusahaan yang mengungkapkan informasi yang lebih luas. Coles dan Loewenstein (1988) meneliti efek dari ketidakpastian parameter terhadap ekuilibrium harga-harga *assets*, dengan menggunakan satu periode *Sharpe-Lintner CAPM*. Penelitian mereka menunjukkan bahwa ekuilibrium timbul pada kondisi dimana tidak ada ketidakpastian parameter dan pada kondisi simetri ketidakpastian parameter. Selain itu bahwa ketidakpastian parameter relevan dengan *market weights*, nilai pasar, pengharapan *return* terhadap pasar dan beta. Amihud dan Mendelson (1986) juga menunjukkan dampak lain dari pengungkapan. Amihud dan Mendelson melakukan penelitian empirik mengenai efek *bid-ask spreads* sekuritas terhadap *return* sekuritas-sekuritas

tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan meningkatnya likuiditas sekuritas yang disebabkan oleh permintaan yang tinggi terhadap sekuritas-sekuritas yang memiliki *spreads* yang besar, menyebabkan turunnya *oportunity cost of capital*. Akibatnya akan meningkatkan kebijakan *financial* yang meningkatkan likuiditas yang mungkin meningkatkan nilai perusahaan.

Chol dan Levich (1990) melakukan penelitian dengan mewawancarai sejumlah eksekutif-eksekutif perusahaan-perusahaan multinasional. Mereka mendapatkan manfaat yaitu adanya keseimbangan antara biaya modal yang rendah dengan biaya-biaya yang diperlukan untuk menyediakan dan menyiapkan informasi atau pengungkapan sukarela, juga meningkatnya status kompetisi perusahaan. Pengungkapan sukarela juga merupakan salah satu cara perusahaan-perusahaan multinasional untuk dapat mencakup perbedaan prinsip-prinsip akuntansi di berbagai negara. Diamond dan Verrecchia (1991) juga menunjukkan bahwa pengungkapan yang disampaikan oleh manajemen dapat menurunkan biaya modal perusahaan. Mereka meneliti penyebab dan konsekuensi dari likuiditas sekuritas khususnya efek dari *future liquidity* terhadap harga sekarang sekuritas atau dengan kata lain, efek dari likuiditas sekuritas terhadap pengharapan tingkat pengembalian yang diminta (*required expected rate of return*) ini berarti adalah *cost of capital*. Penelitian tersebut konsisten dengan hipotesis pengungkapan sukarela informasi publik oleh perusahaan-perusahaan besar.

Penelitian yang sama juga dilakukan Healy dan Palepu (1993), Elliot dan Jacobson (1994) yang meneliti *cost and benefit* pengungkapan informasi bisnis, Conover dan Wallace (1994), Frankel, McNicholas dan Wilson (1995), Botosan (1997), meneliti hubungan antara estimasi biaya modal dengan luas pengungkapan sukarela, beta pasar, jumlah analis yang mengikuti dan *firm size*. Hasil penelitian tersebut menerima hipotesis bahwa pada perusahaan yang menarik sedikit analis yang mengikuti menunjukkan bahwa pengungkapan yang lebih luas menghasilkan biaya modal yang lebih rendah. Sedangkan pada perusahaan yang diikuti oleh banyak analis tidak ditemukan bukti bahwa pengungkapan yang lebih luas akan menurunkan biaya modal perusahaan.

HIPOTESIS

Berdasarkan uraian hasil-hasil penelitian tersebut di atas, maka hipotesis yang akan di uji dalam penelitian ini adalah :

- H_0 : Tidak ada hubungan negatif antara *cost of equity capital* perusahaan dengan luas pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan.
 H_1 : Ada hubungan negatif antara *cost of equity capital* perusahaan dengan luas pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan.

METODOLOGI

Data

Data yang diperlukan adalah data pengungkapan sukarela dalam laporan keuangan tahunan yaitu laporan keuangan tahunan yang berakhir pada bulan Maret 1995 untuk membuat indeks pengungkapan. Data ini dapat diperoleh dengan mengakses internet *Indoexchange.com*. Data harga penutupan saham (*stock closing price*) selama 60 bulan masa observasi mulai bulan Januari 1991 sampai bulan Juli 1996 dan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mulai bulan Januari 1991 sampai bulan Juli 1996 untuk menghitung beta pasar. Data nilai pasar ekuitas (*market value of equity*) tahun 1995 (jumlah saham yang beredar sampai 31 Desember 1995 dan harga penutupan saham pada akhir tahun 1995). Data ini dapat diperoleh dan diolah dari *PACAP Database, Indonesian Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange (JSX), Monthly Statistics dan JSX Statistics* serta data suku bunga deposito yang diperoleh dari Laporan Mingguan Bank Indonesia.

Sampel

Perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan manufaktur. Perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian sahamnya harus sudah terdaftar di Bursa Efek Jakarta paling sedikit 60 bulan dari bulan akhir periode observasi penghitungan beta pasar, yaitu mulai bulan Januari 1991 sampai bulan Juli 1996. Dengan kata lain saham perusahaan sampel harus sudah terdaftar di Bursa Efek Jakarta mulai Januari 1991. Dan perusahaan tersebut tidak menghentikan aktivitasnya di bursa atau menghentikan operasi perusahaan atau melakukan penggabungan usaha sampai masa periode observasi.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan menetapkan kriteria sampel. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel adalah :

1. Perusahaan sahamnya telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak bulan Januari 1991 dan tetap aktif beroperasi sampai bulan Desember 1998, serta mempublikasikan laporan keuangan tahunannya secara rutin.
2. Perusahaan tidak pernah mengalami *delisting* dari Bursa Efek Jakarta, sehingga bisa terus-menerus melakukan perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta selama periode estimasi (*estimation period*).
3. Perusahaan tidak menghentikan aktivitasnya di pasar bursa, tidak menghentikan operasinya dan tidak melakukan penggabungan badan usaha.
4. Perusahaan tidak berubah status sektor ekonominya (dari perusahaan manufaktur menjadi perusahaan dagang).
5. Data perusahaan yang dibutuhkan untuk penelitian ini tersedia.

Desain Penelitian

Penelitian ini dilakukan dalam lima tahap, sebagai berikut :

1. Mengestimasi *cost of equity capital* setiap perusahaan sampel. Rumus estimasi biaya modal perusahaan dengan metode *Capital Asset Pricing Model* adalah :

$$R = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

di mana

<i>R</i>	=	estimasi <i>cost of equity capital</i>
<i>R_f</i>	=	<i>Risk Free Rate</i>
<i>R_m</i>	=	Return Pasar
<i>b</i>	=	Beta pasar

2. Mengembangkan daftar item pengungkapan sukarela dan membuat indeks pengungkapan sukarela untuk setiap perusahaan sampel. Dalam penelitian ini pengembangan pengungkapan sukarela dilakukan berdasarkan pengembangan daftar item pengungkapan sukarela penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan di Indonesia yaitu oleh Susanto (1992), Subiantoro (1997) dan Suropto (1998). Berdasarkan penelitian sebelumnya ini, maka diperoleh 33 item informasi yang diungkapkan secara sukarela oleh manajemen dalam laporan keuangan tahunan. Prosedur penentuan indeks pengungkapan untuk setiap perusahaan sampel dilakukan dengan cara sebagai berikut :

- a. Dalam menentukan skor pengungkapan bersifat dikotomi, dimana sebuah item pengungkapan diberi skor satu jika diungkapkan dan skor nol jika tidak diungkapkan. Namun demikian, jika sebuah item pengungkapan jelas-jelas tidak relevan untuk perusahaan tertentu, skor pengungkapan tersebut tidak dikurangi karena tidak mengungkapkan. Misalnya, jika umur perusahaan kurang dari 6 tahun, maka tidak tepat apabila mengurangi skor pengungkapan karena tidak mengungkapkan informasi rasio keuangan selama enam tahun atau lebih. Jadi prosedur dikotomi diterapkan untuk item-item yang dipertimbangkan relevan dengan perusahaan tertentu berdasarkan pertimbangan setelah memahami seluruh isi laporan keuangan.
- b. Menggunakan model pengungkapan yang tidak diberi bobot sehingga memperlakukan semua item pengungkapan secara sama
- c. Luas pengungkapan relatif setiap perusahaan diukur dengan indeks, yaitu rasio total skor yang diberikan kepada sebuah perusahaan dengan skor yang diharapkan dapat diperoleh oleh perusahaan tersebut.

3. Mengestimasi beta pasar.

Beta pasar diestimasi dengan *market model*, dengan rumus berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + e_{it}$$

di mana

$$\begin{aligned} R_{it} &= \text{return saham } i \text{ pada bulan } t \\ \alpha_i &= \text{koefisien penggal (intercept)} \\ \beta_i &= \text{koefisien lereng (slope)} \\ R_{Mt} &= \text{indeks pasar (IHSG) pada bulan } t \\ e_{it} &= \text{abnormal return pada bulan } t \end{aligned}$$

Tingkat keuntungan sekuritas dan tingkat keuntungan pasar, dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

di mana

$$\begin{aligned} R_{i,t} &= \text{return saham } i \text{ pada bulan } t \\ P_{i,t} &= \text{harga saham } i \text{ pada bulan } t \\ P_{i,t-1} &= \text{harga saham } i \text{ pada bulan } t-1 \end{aligned}$$

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

di mana

$$\begin{aligned} R_{m,t} &= \text{return pasar pada bulan } t \\ IHSG_t &= \text{Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ pada bulan } t \\ IHSG_{t-1} &= \text{Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ pada bulan } t-1 \end{aligned}$$

Hasil estimasi tersebut kemudian dikoreksi dengan metode Dimson :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i^{-n} R_{mt-n} + \dots + \beta_i^0 R_{mt} + \beta_i^{+n} R_{mt+n} + \varepsilon_{it}$$

di mana

$$\begin{aligned} R_{it} &= \text{return sekuritas } i \text{ pada periode } t. \\ R_{mt-n} &= \text{return indeks pasar pada periode lag } t-n. \\ R_{mt+n} &= \text{return indeks pasar periode lead } t+n \end{aligned}$$

Hasil dari beta yang dikoreksi adalah penjumlahan dari koefisien-koefisien regresi berganda. Besarnya beta yang dikoreksi adalah sebagai berikut :

$$\beta_i = \beta_i^{-n} + \dots + \beta_i^0 + \dots + \beta_i^{+n}$$

4. Menghitung nilai pasar ekuitas.
Nilai pasar ekuitas yang dihitung adalah nilai pasar ekuitas perusahaan pada akhir periode 1995, yaitu dengan mengalikan jumlah lembar saham yang beredar sampai 31 Desember 1995 dengan *stock closing price* bulan Desember 1995.
5. Menganalisis hubungan antara variabel dependen (biaya modal perusahaan) dengan variabel-variabel independen (indek pengungkapan, beta pasar dan nilai pasar ekuitas), atau menguji hipotesis.
Hipotesis diuji dan dianalisis dengan menggunakan metode regresi berganda, yang rumusnya adalah sebagai berikut :

$$r_{E/BV,i} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{beta}_i + \gamma_2 \text{indek}_i + \gamma_3 \text{mval}_i + \varepsilon_i$$



HASIL DAN PEMBAHASAN

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini dan diuji dengan model regresi linier, hasil analisis regresinya disajikan dalam tabel 8.1 Hasil analisis regresi menunjukkan nilai R^2 sebesar 1, dengan p-value = 0,000. Tingginya nilai R^2 ini kemungkinan disebabkan oleh adanya unsur nilai yang sama antara variabel dependen (COC) dengan variabel independen (beta saham). Unsur nilai yang sama tersebut adalah nilai return pasar dan nilai beta saham sama-sama terdapat pada variabel dependen dan variabel independen. Akibatnya adalah ada kemungkinan regresi linier tersebut bukan lagi regresi linier *stokastik* melainkan regresi linier *deterministik*. Apabila variabel independen beta saham dikeluarkan dari model, maka besarnya R^2 adalah 0,036. Dan model dalam penelitian ini jika variabel independen beta saham dikeluarkan dari model, secara statistik tidak signifikan (p-value = 0,363).

Ada kemungkinan masalah tersebut tidak timbul apabila untuk mengestimasi *cost of equity capital* tidak menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model*.

TABEL 1
Hasil Analisis Regresi Linier *Coefficients*

Model	Unstandardized	Std. Error	Standardized	T	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B		Beta		
1 (Constant)	.170	.000		505001399.466	.000
BETA	7.022E-02	.000	1.000	282120281.408	.000
INDEK	1.006E-09	.000	.000	1.001	.321
MVAL	-2.311E-23	.000	.000	-.629	.532

a Dependent Variable: COC

Untuk menentukan ketepatan model, beberapa asumsi yang mendasari model regresi linier klasik diuji. Salah satu asumsi model regresi linier klasik adalah tidak adanya *multicollinearity* antara variabel-variabel independen yang dimasukkan dalam model. Berdasarkan uji korelasi pearson, dapat disimpulkan bahwa dalam model ini tidak terjadi *multicollinearity* karena korelasi antar variabel independen tidak ada yang melebihi 0,80 (Gujarati, 1988, hal. 299).

Metode lain untuk mendeteksi adanya *multicollinearity* adalah dengan *eigenvalues* dan *condition index*. Berdasarkan *eigenvalues*, yang merupakan hasil pembagian *eigenvalues* maksimum (3,054) dengan *eigenvalues* minimum (0,03447), diperoleh jumlah 88,59 yang menunjukkan tidak terjadinya *multicollinearity*, karena lebih kecil dari 100 (Gujarati, 1988, hal. 299). Hasil yang sama juga diperoleh bila menggunakan *condition index*. *Condition index* maksimum sebesar 9,412 dan minimum sebesar 1,000 sehingga dihasilkan *condition index* sebesar 9,412. Berdasarkan hasil pengujian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa *multicollinearity* tidak terjadi.

Asumsi regresi linier klasik lainnya adalah *homoscedasticity*. Untuk mengetahui dipenuhinya asumsi tersebut atau dengan kata lain untuk mendeteksi terjadinya *heteroscedasticity*, dalam penelitian ini digunakan metode *Park Test*. Dari hasil regresi antara ln variabel independen yang mempunyai angka satuan yang terbesar (ln *market value*) dengan ln e^2 menunjukkan bahwa tidak terjadi *heteroscedasticity*, terlihat bahwa pengaruh ln *market value* terhadap ln e^2 tidak signifikan (p -value = 0,692). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa asumsi *homoscedasticity* model regresi linier klasik tidak dilanggar.

Selanjutnya asumsi *autocorrelation* yang diuji dengan metode *Durbin-Watson d test*, menunjukkan nilai sebesar 2,117. Dengan nilai *Durbin-Watson d test* yang sebesar 2,117 ini, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *autocorrelation*.

TABEL 2

Eigenvalues dan Condition Index Collinearity Diagnostics

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance	BETA INDEK MVAL		
				Proportions (Constant)			
1	1	3.054	1.000	.01	.01	.01	.02
	2	.804	1.949	.00	.00	.00	.86
	3	.108	5.322	.03	.82	.21	.00
	4	3.447E-02	9.412	.96	.17	.78	.11

a Dependent Variable: COC

TABEL 3

Uji Autocorrelation Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	1.000	1.000	1.000	6,150E-10	2.117

a Predictors: (Constant), INDEK, BETA, MVAL

b Dependent Variable: COC

Hasil analisis regresi disajikan dalam tabel 8.1 dan korelasi antara variabel ditunjukkan dalam tabel 8.4. Dari tabel 8.4 tersebut, koefisien korelasi (positif) antara biaya modal dengan indek pengungkapan sukarela sebesar 0,106, dengan tingkat signifikansi sebesar 0,427 (two-tailed test). Tanda positif ini menunjukkan korelasi yang searah (tidak ada hubungan negatif) antara biaya modal dengan pengungkapan sukarela yang disampaikan oleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa luas pengungkapan sukarela yang disampaikan oleh perusahaan, tidak mempengaruhi menurunnya biaya modal perusahaan. Hasil analisis ini tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Botosan (1997).

TABEL 4
Koefisien Korelasi Pearson

		COC	BETA	INDEK	MVAL
COC	Pearson Correlation	1.000	1.000	.106	.185
	Sig. (2-tailed)	.	.000	.427	.165
	N	58	58	58	58
BETA	Pearson Correlation	1.000	1.000	.106	.185
	Sig. (2-tailed)	.000	.	.427	.165
	N	58	58	58	58
INDEK	Pearson Correlation	.106	.106	1.000	.345
	Sig. (2-tailed)	.427	.427	.	.008
	N	58	58	58	58
MVAL	Pearson Correlation	.185	.185	.345	1.000
	Sig. (2-tailed)	.165	.165	.008	.
	N	58	58	58	58

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Korelasi antara biaya modal dengan nilai pasar ekuitas perusahaan sebesar 0,185 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,165 (two tailed test) dan korelasi antara kedua variabel ini positif. Hasil analisis ini juga tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Botosan (1997), dimana dia dapat menunjukkan hubungan negatif antara biaya modal dengan nilai pasar ekuitas perusahaan.

Korelasi antara beta pasar saham perusahaan menunjukkan nilai positif 1, dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 (two tailed test). Korelasi ini sangat sempurna dan jarang terjadi. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya hal ini mungkin disebabkan oleh adanya unsur nilai yang sama antara variabel dependen biaya modal dengan variabel independen beta saham. Unsur nilai yang sama tersebut adalah nilai return pasar dan nilai beta pasar yang sama-sama digunakan pada kedua variabel tersebut.

Hipotesis yang diajukan diuji dengan meregresi biaya modal perusahaan dengan beta pasar, indeks pengungkapan sukarela dan nilai pasar ekuitas perusahaan. Hasil regresi linier tersebut pada tabel 8.1 menunjukkan nilai F sebesar $2,722E+16$ dengan p-value 0,000. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara statistik signifikan, yang berarti bahwa variabel beta saham, indeks pengungkapan sukarela dan nilai pasar ekuitas perusahaan secara bersama-sama mempunyai kemampuan untuk menjelaskan korelasinya dengan biaya modal perusahaan.

Pengujian terhadap hipotesis alternatif yang diajukan menyatakan bahwa

ada hubungan negatif antara luas pengungkapan sukarela laporan keuangan tahunan dengan biaya modal perusahaan. Dari hasil analisis regresi menunjukkan nilai koefisien indek pengungkapan sukarela positif sebesar $1.006E-09$ dengan tingkat signifikansi (p-value) sebesar 0,324. Hasil analisis regresi ini secara statistik tidak signifikan. Oleh karena itu dengan menggunakan tingkat alpha 0,05, hipotesis nol tidak berhasil ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa biaya modal perusahaan tidak akan semakin rendah dengan semakin luasnya pengungkapan sukarela laporan keuangan tahunan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan di Amerika, misalnya penelitian yang dilakukan oleh Botosan (1997), Diamond dan Verrecchia (1991), yang dapat menunjukkan hubungan negatif antara biaya modal perusahaan dengan luasnya pengungkapan sukarela laporan keuangan tahunan.

Perbedaan ini mungkin disebabkan oleh perbedaan pendekatan dalam mengestimasi biaya modal perusahaan, dimana Botosan (1997) mengestimasi biaya modal selama 4 tahun kedepan dan menggunakan pendekatan nilai buku/*earnings (Accounting Based Valuation Formula)*, juga mungkin karena bias dalam mengestimasi biaya modal serta bias dalam mengestimasi beta saham perusahaan.

Variabel independen lain yang diteliti hubungannya dengan biaya modal perusahaan namun bukan merupakan fokus utama dalam penelitian ini (hanya merupakan variabel tambahan) adalah variabel beta saham dan nilai pasar ekuitas perusahaan. Hasil analisis regresi linier menunjukkan koefisien beta saham positif sebesar 0,07022 dengan p-value sebesar 0,000. Oleh karena itu dengan menggunakan tingkat alpha 0,05, dapat disimpulkan bahwa biaya modal perusahaan akan semakin besar dengan semakin meningkatnya beta saham perusahaan. Hasil analisis ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Botosan (1997)

Variabel nilai pasar ekuitas perusahaan menunjukkan hubungan negatif dengan koefisien $-2,311E-23$, dengan tingkat signifikansi (p-value) sebesar 0,534. Dengan demikian berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan (sekalipun koefisiennya negatif) bahwa dengan semakin besarnya nilai ekuitas perusahaan tidak akan menurunkan biaya modal perusahaan. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Botosan (1997).

KESIMPULAN, IMPLIKASI PENELITIAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Setelah melakukan analisis, beberapa hasil penelitian dapat diungkapkan dalam penjelasan berikut ini :

1. Luasnya pengungkapan sukarela, beta saham serta nilai ekuitas perusahaan secara bersama-sama mempunyai kemampuan untuk menjelaskan hubungannya dengan naik tidaknya biaya modal perusahaan.

2. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa luas pengungkapan sukarela yang disampaikan oleh manajemen dalam laporan keuangan tahunan perusahaan pada tahun 1995, tidak menurunkan biaya modal (*cost of equity capital*) perusahaan. Temuan ini tidak sejalan dengan apa yang ditemukan oleh Botosan (1997) dalam penelitiannya dengan kasus perusahaan manufaktur mesin-mesin industri di Amerika.
3. Besar kecilnya biaya modal perusahaan juga tidak dipengaruhi oleh besar tidaknya nilai pasar ekuitas perusahaan (*market value of equity*). Hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Botosan (1997), dimana dengan semakin besarnya nilai pasar ekuitas perusahaan, maka akan menurunkan biaya modal perusahaan tersebut.
4. Dengan semakin besarnya beta saham perusahaan, maka biaya modal perusahaan juga akan semakin besar. Hasil penelitian ini konsisten atau sejalan dengan apa yang ditemukan oleh Botosan (1997).

Ketidakkonsistenan beberapa hasil penelitian ini dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya kemungkinan disebabkan oleh beberapa hal berikut ini misalnya, perbedaan metode serta jangka waktu dalam mengestimasi biaya modal perusahaan. Penelitian sebelumnya menggunakan pendekatan nilai buku/*earnings (Accounting Based Valuation Formula)* atau EBO yang dikembangkan oleh Edwards dan Bell (1961), Ohlson (1995) serta Feltham dan Ohlson (1995), dengan jangka waktu estimasi selama 4 tahun. Sedangkan penelitian ini menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* dengan jangka waktu estimasi hanya selama satu tahun.

Kemungkinan lain adalah adanya bias dalam mengestimasi biaya modal serta bias dalam mengestimasi beta saham perusahaan karena karakteristik pasar modal yang baru berkembang yaitu adanya *thin market*, dimana hal ini mungkin tidak terjadi dalam penelitian sebelumnya di Amerika. Perbedaan lain yang mungkin mempengaruhi hasil penelitian adalah perbedaan dalam hal metode untuk menentukan indek pengungkapan sukarela.

Salah satu tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dampak atau hubungan antara pengungkapan sukarela yang disampaikan oleh manajemen perusahaan terhadap biaya modal perusahaan, khususnya perusahaan-perusahaan manufaktur. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak ada efek dari luas pengungkapan sukarela laporan keuangan tahun 1995 yang disampaikan oleh perusahaan terhadap biaya modal perusahaan.

Temuan penelitian dampak pengungkapan sukarela terhadap biaya modal perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang sudah *list* di Bursa Efek Jakarta ini, memberikan implikasi kepada manajemen perusahaan bahwa luas pengungkapan sukarela yang mereka sampaikan melalui laporan keuangan tahunan pada tahun 1995 masih belum memadai sehingga tidak memperoleh dampak menurunnya biaya modal perusahaan. Manajemen perlu memperhatikan tingkat atau luas serta jenis-jenis pengungkapan sukarela yang hendak disampaikan melalui laporan keuangan tahunan, (lebih memperluas lagi pengungkapan sukarela yang dapat mempengaruhi keputusan investor)

yang dapat membantu investor untuk lebih mengetahui, menilai dan mempercayai perusahaan, sehingga para investor tertarik untuk melakukan investasi melalui pasar modal. Dan akhirnya dapat membawa dampak pada menurunnya biaya modal perusahaan.

Beberapa keterbatasan yang ada dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Metode yang digunakan untuk mengestimasi biaya modal perusahaan dalam penelitian ini adalah metode *Capital Asset Pricing Model*. Metode ini mempunyai banyak kelemahan sehingga sebenarnya tidak sesuai dengan kondisi pasar modal di Indonesia yang baru berkembang, apalagi dalam masa krisis ekonomi yang dihadapi saat ini. Hal ini dapat menyebabkan bias dalam mengestimasi biaya modal perusahaan. Selain itu jangka waktu estimasi biaya modal hanya satu tahun.
2. Suku bunga deposito tiga bulan yang digunakan sebagai proxy dari *risk free rate* belum tentu menggambarkan *risk free rate* yang sebenarnya, lebih-lebih karena gejolak kurs mata uang rupiah yang sering mengubah kebijakan Bank Indonesia untuk menurunkan atau menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia sehingga juga mempengaruhi tingkat suku bunga deposito.
3. Karakteristik Bursa Efek Jakarta sebagai pasar modal yang baru berkembang dan berkapitalisasi rendah memperbesar risiko adanya bias dalam penelitian pasar modal, sehingga dalam penelitian ini kemungkinan ada bias dalam mengestimasi beta saham.
4. Indek pengungkapan yang digunakan dalam penelitian ini sebagai ukuran luas pengungkapan secara sukarela ditentukan atas dasar penilaian terhadap pengungkapan yang disampaikan oleh perusahaan setelah membaca dan mengamati laporan keuangan, dengan demikian bersifat subyektif.
5. Penelitian ini menggunakan daftar item informasi tanpa pembobotan dan tidak memperhatikan penting tidaknya informasi tersebut dalam pembuatan keputusan.
6. Jumlah sampel yang digunakan kurang banyak serta adanya perbedaan sektor industri perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel, yang menyebabkan bias dalam menentukan indek pengungkapan. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa penekanan dan luas pengungkapan berbeda untuk setiap sektor industri.

REFERENSI

- Amihud, Y., and H. Mendelson (1986), "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread". *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 223-249.
- Ball, R., and G. Foster (1982), "Corporate Financial Reporting : A Methodological Review of Empirical Research". *Journal of Accounting Research* 20 (Supplement), pp. 161-248.
- Barry, C., and S. Brown (1985), "Differential Information and Security Market Equilibrium". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (December), pp. 407-422.

- Beaver, William H. (1981), "Econometric Properties of Alternative Security Return Methods". *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 No. 1 Spring, pp. 163-184.
- Bernard, V. (1995), "The Feltham - Ohlson Framework : Implications for Empiricists". *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp. 733-747.
- Berton, L. (1994), "Companies Pressure Accounting Panel to Modify Demands for More Data". *Wall Street Journal* (August 16), pp. A2.
- Botosan, C. A., (1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, pp. 323-349.
- Bushman, R.M., and R.J. Indjejikian (1995), "Voluntary Disclosures and the Trading Behaviour of Corporate Insiders", *Journal of Accounting Research* (Autum), Vol. 33, No. 2, pp. 293-316.
- Buzby, S. (1975), "Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure". *Journal of Accounting Research* (Spring), pp. 16-37.
- Canadian Intitute OF Chartered Accountants (1991), "*Informations to be Included in the Annual Report to Shareholders*", Toronto, Ontario: CICA.
- Cerf, A. (1961), "*Corporate Reporting and Investment Decisions*". Berkeley, CA: University of California Press.
- Chow, C., and A. Wong-Bore, (1987), "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations". *The Accounting Review* (July), pp. 533-541.
- Clarkson, P., J. Guedes, and R. Thompson (1996), "On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (March), pp. 69-84.
- Coles, J., U. Loewenstein (1988), "Equilibrium Pricing and Portfolio Composition in the Presence of Uncertain Parameters". *Journal of Financial Economics*, pp. 279-303.
- Coles, J., U. Loewenstein, and J. Suay (1995), " On the Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (September), pp. 347-364.
- Cooke, T. E., "Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies". Vol. 19, Spring 1989, pp. 113-124.
- Copeland, T., and D. Galai (1983), "Information Effects on the Bid-Ask Spread". *The Journal of Finance* 36, pp. 1467-1469.
- Demsetz, H. (1968), "The Cost of Transacting". *Quarterly Journal of Economics* 82 (February), pp. 33-53.
- Diamond, D., and R. Verrecchia (1991), "Disclosure, Liquidity and the cost of Equity Capital". *The Journal of Finance* (September), pp. 1325-1360.
- Dye, R.A., and S. Sridhar (1995), "Industry-Wide Disclosure Dynamics". *Journal of Accounting Research* (Spring), Vol. 33, No. 1, pp.157-171.
- Edwards, E., and P. Bell (1961), "*The Theory and Measurement of Business Income*". Berkeley, CA: University of California Press.
- Elliot, R.G., and Peter D. Jacobson, "Cost and Benefit of Business Information Disclosure". *Accounting Horizon*, Vol. 8, Dec. 1994, pp. 80-96.
- Fama, E., and K. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance*, pp. 427-465.
- Feltham, G., and J. Ohlson (1995), "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities". *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp. 689-731.
- Frankel, R., M. McNichols and G.P. Wilson (1995), "Discretionary Disclosure and External Financing". *The Accounting Review* (January), pp. 135-150.
- Glosten, L., and P. Milgrom (1985), "Bid Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders". *Journal of Financial Economics*, pp. 71-100.
- Handa, P., and S. Linn (1993), "Arbitrage Pricing With Estimation Risk". *Journal of Financial Economics* (March), pp. 81-100.
- Hartono, Jogyanto (1998), "Bias dari Penggunaan Data di MBAR", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No. 4, hal. 78-88.

- _____ (1998), *"Teori Portofolio dan Analisis Investasi"*, Edisi 1, BPFE, Yogyakarta.
- Healy, P., and K. Palepu (1993), "The Effect of Firm's Financial Disclosure Strategy on Stock Prices". *Accounting Horizons* (March), pp. 1-11.
- _____, _____ and A. Sweeney (1995), "Do Firms Benefit from Expanded Voluntary Disclosure?". Working Paper, MIT Sloan School of Management, Cambridge, MA.
- Holland, J.B. (1998), "Private Disclosure and Financial Reporting". *Accounting and Business Research*, Vol. 28, No. 4, pp. 255-269.
- Husnan, Suad (1994), *"Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)"*, Edisi 3, BPFE, Yogyakarta.
- Knutson, P. (1992), *"Financial Reporting in the 1990's and Beyond"*. New York, NY: Association for Investment Management and Research.
- Klein, R., and V. Bawa (1976), "The Effect of Estimation Risk on Optimal Portfolio Choice". *Journal of Financial Economics* 3, pp. 215-231.
- Lang, M., and R. Lundholm (1993), "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures". *Journal of Accounting Research* 31, pp. 246-271.
- _____, and _____ (1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour". *The Accounting Review* 71 (4), pp. 467-492.
- Merton, R. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information". *The Journal of Finance* (July), pp. 483-510.
- Meek, Gary K., Clare B. Roberts and Sidney J. Gray, "Factors Influencing Voluntary Annual Reports Disclosure by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations". *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, Third Quarter 1995, pp. 555-572.
- Penman, S. (1993), *"The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth"*. Working Paper, University of California at Berkeley, CA.
- Sengupta, P. (1998), "Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt", *The Accounting Review*, (Oktober), Vol. 73, No. 4, pp. 459-474.
- Singhvi, S., and H. Desai (1993), "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure". *The Accounting Review* (January), pp. 129-138.
- Strong, Norman, (1992), "Modelling Abnormal Returns: A Review Article". *Journal of Business Finance and Accounting* 19 (4), June, pp. 533-553.
- Subiyantoro, Edy (1997), *"Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Karakteristik Perusahaan Public di Indonesia"*, Tesis, S-2 UGM, Yogyakarta.
- Suripto, Bambang, (1998), *"Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan"*, Tesis, S-2 UGM, Yogyakarta.
- Susanto, Djoko, (1992), *"An Empirical Investigation of the Extent of Corporate Disclosure in Annual Reports Companies Listed on the Jakarta Stock Exchange"*, Ph.D Dissertation University of Arkansas.
- Verrecchia, R.E. (1983), "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics* 5 (Desember), pp. 179-194.
- Welker, M. (1995), "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets". *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp. 801-828.