

PENGUNGKAPAN, ASIMETRI INFORMASI, DAN *COST OF CAPITAL*

KHOMSIYAH

Universitas Trisakti

SUSANTI

STIE Trisakti

This study examines the relationship between disclosure, asymmetry information and cost of capital. Previous researches indicate that fuller disclosure will reduce information asymmetry, and this reduces cost of capital. This study tries to test the effect of disclosure level on reducing of information asymmetry and cost of capital. Further, the research investigates both of direct and indirect effect of disclosure on cost of capital.

The samples of this study cover about 73 companies listed at the Jakarta Stock Exchange in 2002. Simple regression was employed to test the relationship between disclosure, information asymmetry, and cost of capital partially. The first result of this studies show that there is no relationship between disclosure and information asymmetry. Second result provides support the hypothesis that there is a positive relationship between asymmetry information and cost of capital, during the event window time.

Using path analysis, the result of this study indicates that disclosure has a negative direct effect on cost of capital. But the magnitude of the total effect decreases through the information asymmetry.

Keywords : Disclosure, Information asymmetry, Bid-ask spread, Cost of capital.

PENDAHULUAN

Pengungkapan merupakan salah satu alat yang penting untuk mengatasi masalah keagenan antara manajemen dan pemilik, karena dipandang sebagai upaya untuk mengurangi asimetri informasi (Chow dan Wong-Boren, 1987; Healy dan Palepu, 1993; Welker, 1995). Asimetri informasi terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal. Eisenhard (1989) mengemukakan bahwa salah satu asumsi sifat dasar manusia adalah *self interest*, artinya mementingkan diri sendiri dan tidak mau berkorban untuk orang lain. Pemilik modal, sebagai pihak yang memberikan wewenang kepada manajemen untuk mengelola kekayaannya mempunyai kepentingan

meningkatkan kesejahteraan dirinya melalui pembagian dividen atau kenaikan kinerja saham perusahaan. Di lain pihak, manajemen sebagai pihak yang diberi tanggung jawab untuk mengelola kekayaan perusahaan mempunyai kepentingan untuk meningkatkan kepentingan dirinya melalui peningkatan kompensasi. Kondisi tersebut menyebabkan manajemen cenderung untuk tidak memberikan informasi yang berpengaruh negatif terhadap kepentingannya tersebut.

Bapepam, selaku lembaga yang mengatur dan mengawasi pelaksanaan pasar modal di Indonesia telah mengeluarkan beberapa peraturan tentang pengungkapan informasi yang harus dilakukan oleh perusahaan publik. Peraturan tersebut dimaksudkan untuk melindungi para pemilik modal dari adanya asimetri informasi. Perusahaan dapat memberikan pengungkapan informasi melalui laporan tahunan yang telah diatur oleh Bapepam (*mandatory disclosure*), maupun melalui pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) sebagai tambahan pengungkapan minimum yang telah ditetapkan.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pengaruh pengungkapan informasi terhadap asimetri informasi, antara lain: Gonedes (1980); Greenstein dan Sami (1994); Welker (1995); Lang dan Lundholm (1996). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan dapat mengurangi asimetri informasi. *Cost of capital* merupakan bentuk lain dari dampak luas pengungkapan informasi. Beberapa penelitian yang menguji pengaruh pengungkapan informasi terhadap *cost of capital* telah dilakukan antara lain oleh Handa dan Linn (1993), Coles *et al.* (1995), dan Clarkson *et al.* (1996) yang menyatakan bahwa peningkatan pengungkapan akan mengurangi estimasi risiko sehingga kembalian aset meningkat. Verrecchia (1991) menyatakan bahwa peningkatan pengungkapan akan meningkatkan likuiditas harga pasar sehingga akan mengurangi *cost of capital*. Botosan (1997) menguji secara langsung pengaruh pengungkapan informasi terhadap *cost of capital*. Hasilnya menunjukkan bahwa pengungkapan dapat mengurangi *cost of capital*.

Penelitian-penelitian tersebut meneliti kaitan antara pengungkapan informasi dengan penurunan asimetri informasi dan pengaruh langsung pengungkapan dengan *cost of capital*. Komalasari dan Baridwan (2001) menguji secara empiris sebagian dari model kajian analitis yang dilakukan oleh Diamond dan Verrecchia (1991) dengan meneliti pengaruh asimetri informasi terhadap *cost of capital*. Mardiyah (2002) mencoba untuk menguji secara empiris kajian analitis Diamond dan Verrecchia (1991) dan meneruskan penelitian Komalasari dan Baridwan (2001) dengan memasukkan faktor pengungkapan sebagai variabel yang mempengaruhi hubungan antara asimetri informasi dengan *cost of capital*. Murni (2002) menguji pengaruh pengungkapan informasi dan asimetri informasi terhadap *cost of capital*.

Penelitian ini penting dilakukan karena kajian teoritis tentang hubungan pengungkapan, asimetri informasi, dan *cost of capital* menunjukkan bahwa pengungkapan informasi privat akan menurunkan asimetri informasi, dan pada akhirnya menyebabkan *cost of equity capital* akan menurun (Diamond dan Verrecchia, 1991). Penelitian ini mencoba untuk menguji teori yang dinyatakan oleh Diamond dan Verrecchia tersebut. Penelitian ini mengembangkan

penelitian Komalasari dan Baridwan (2001), namun berbeda dengan penelitian Mardiyah (2002) yang memperlakukan pengungkapan sebagai variabel moderasi, maupun penelitian Murni (2002) yang memperlakukan asimetri informasi sebagai variabel independen. Penelitian ini menggabungkan penelitian Welker (1995) dengan penelitian Komalasari dan Baridwan (2001) dan sekaligus menguji kembali penelitian Botosan (1997). Penelitian ini juga berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam hal pengukuran pengungkapan. Penelitian ini menggunakan pengukuran pengungkapan yang digunakan oleh Fitriany (2000), mengingat indeks pengungkapan yang digunakan mengacu pada peraturan di Indonesia yaitu sesuai dengan ketentuan Bapepam.

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh pengungkapan informasi dan asimetri informasi terhadap *cost of capital*. Secara khusus penelitian ini bertujuan untuk mengetahui: pengaruh pengungkapan terhadap asimetri informasi; pengaruh asimetri informasi terhadap *cost of capital*; dan pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital* secara langsung maupun tidak langsung.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah bukti empiris dari penelitian-penelitian sebelumnya mengenai praktek pengungkapan informasi dan kaitannya dengan asimetri informasi dan *cost of capital*. Beberapa temuan dan keterbatasan yang dihadapi dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar untuk penelitian lebih lanjut.

Artikel ini terdiri dari beberapa bagian. Setelah pendahuluan, selanjutnya akan dibahas landasan teoritis dan pengembangan hipotesis. Metodologi penelitian akan dibahas pada bagian ketiga. Penyajian hasil penelitian dan pembahasan dibahas pada bagian keempat, dan diakhiri dengan kesimpulan, keterbatasan, dan implikasi pada penelitian selanjutnya.

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengungkapan dan Asimetri Informasi

Pengungkapan informasi keuangan dan informasi relevan lainnya dalam laporan tahunan suatu perusahaan merupakan aspek penting akuntansi keuangan. Informasi tersebut berguna bagi para pemakainya, terutama investor untuk pengambilan keputusan.

SFAC No. 1 menyatakan bahwa laporan keuangan harus menyajikan informasi yang berguna bagi investor, kreditor, dan calon investor yang potensial, serta pemakai lain untuk pengambilan keputusan investasi, kredit, dan keputusan lain yang sejenis yang rasional. Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan harus disertai dengan pengungkapan informasi yang cukup (*adequate disclosure*), agar informasi dapat diinterpretasi dengan baik oleh pemakainya.

Pemerintah Indonesia melalui keputusan ketua Bapepam No: kep-38/PM/1996 telah mengatur mengenai pengungkapan informasi dalam laporan tahunan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pengungkapan informasi yang diatur oleh pemerintah ataupun oleh lembaga profesi (dalam hal ini adalah Ikatan Akuntan

Indonesia) merupakan pengungkapan yang wajib (*mandatory disclosure*) dipatuhi oleh perusahaan yang telah publik. Tujuan pemerintah mengatur pengungkapan informasi adalah untuk melindungi kepentingan para investor dari ketidak-seimbangan informasi antara manajemen dengan investor karena adanya kepentingan manajemen.

Beberapa penelitian analitis maupun empiris telah dilakukan untuk menguji hubungan antara pengungkapan dengan asimetri informasi.

Model-model Teoritis

Gonedes (1980) menyatakan bahwa regulasi pengungkapan informasi mempunyai potensi untuk mengurangi asimetri informasi. Pernyataan ini didukung oleh Healy dan Palepu (1983) yang menyatakan bahwa pengungkapan merupakan salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi. Lev (1988) menyatakan bahwa pengungkapan yang penuh (*full*) seharusnya mengurangi ketidak-adilan diantara para investor karena adanya penurunan asimetri informasi melalui akses yang sama terhadap informasi. Callahan *et al.* (1997) menyatakan bahwa salah satu tipe biaya yang dihadapi oleh para dealer saham adalah *adverse selection costs* yang sangat erat kaitannya dengan alur informasi di pasar modal. Jenis biaya ini menunjukkan tingkat resiko asimetri informasi.

Callahan *et al.* (1997) menganalisis beberapa model-model teoritis yang menggambarkan bagaimana informasi laba berpengaruh terhadap asimetri informasi, yaitu model yang diajukan oleh Verrecchia (1982), Diamond (1985), Lungdholm (1991), Kim dan Verrecchia (1994), Demski dan Feltham (1994), dan McNichols dan Trueman (1994). Penjelasan tentang analisis tersebut disajikan dalam Tabel 1.

Pengujian Empiris

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji hubungan antara pengungkapan dengan asimetri informasi. Penelitian-penelitian tersebut menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Greenstein dan Sami (1994) memberikan bukti bahwa pengungkapan sesuai dengan peraturan (10-K). Hasil analisis Callahan *et al.* (1997) menunjukkan tidak ada perubahan *spread* yang signifikan di sekitar pengumuman laba (Morse dan Ushman, 1993; dan Venkatesh dan Chiang, 1986). Namun sebagian besar penelitian yang dianalisis menunjukkan adanya pengaruh pengumuman laba terhadap *spreads* (Senteney, 1991; Raman dan Tripathy, 1993; Lee, *et al.*, 1994; Greenstien dan Sami, 1994; Brook, 1994; Maddala dan Nimalendran, 1995; Krinsky dan Lee, 1996; Affleck-Graves *et al.*, 1996; Yohn, 1997). Penjelasan tentang analisis tersebut disajikan dalam table 2 di bawah ini:

TABEL 1

**Analisis Penelitian Teoritis Pengumuman Laba dan
Asimetri Informasi Studi Penjelasan**

Studi	Penjelasan
Verrecchia (1982)	Pengumuman laba mengurangi pencarian informasi privat
Diamond (1985)	Pengumuman laba menyebabkan keyakinan para investor lebih homogen dan mengurangi posisi spekulasi pedagang yang berinformasi (<i>informed traders</i>)
Lundholm (1991)	Pengumuman laba mengurangi jumlah pedagang yang berinformasi namun meningkatkan tingkat asimetri informasi antara pedagang berinformasi dengan pedagang tidak berinformasi.
Kim dan Verrecchia (1994)	Pengumuman laba meningkatkan asimetri informasi pada tanggal pengumuman jika investor mempunyai kemampuan berbeda dalam memproses informasi laba tersebut.
Demski dan Veltham (1994)	Antisipasi pengumuman laba meningkatkan pencarian informasi privat.
McNichols dan Trueman (1994)	Investor akan meningkatkan pencarian informasi privat sebelum pengumuman laba dalam rangka untuk mencari keuntungan dari pengumuman laba tersebut.

Sumber: Callahan *et al.* (1997: 54)

Penelitian lain yang secara khusus menggunakan level pengungkapan dilakukan oleh Welker (1995), yang menguji hubungan antara pengungkapan dengan asimetri informasi. Hasilnya menunjukkan bahwa pengungkapan mempunyai hubungan negatif dengan asimetri informasi. Lang dan Lundholm (1996) menunjukkan bukti bahwa perusahaan yang mempunyai kebijakan memberikan pengungkapan informasi yang lebih banyak akan diikuti oleh analis yang lebih besar, tingkat akurasi *forecast* yang lebih baik, dispersi *forecast* yang lebih kecil antar analis individual, dan mempunyai volatilitas revisi *forecast* yang lebih kecil. Dispersi dan volatilitas *forecast* analis menunjukkan suatu pengukuran yang tepat bagi asimetri informasi. Dengan demikian, hasil penelitian Lang dan Lundholm (1996) tersebut, menunjukkan bahwa kebijakan pengungkapan yang lebih informatif akan mengurangi asimetri informasi.

Coller dan Yohn (1997) menguji hubungan antara *management forecast* dengan asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spreads*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *spreads* perusahaan yang mengungkap *management forecast* meningkat pada tanggal pengungkapan dan sehari setelah pengungkapan, namun *spreads* menurun selama sembilan hari setelah pengumuman *management forecast*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *management forecast* merupakan cara efektif untuk mengurangi asimetri informasi.

H_1 = terdapat hubungan negatif antara pengungkapan dengan informasi asimetri.

TABEL 2
Analisis Penelitian Empiris Pengumuman Laba dan Asimetri Informasi Studi Penjelasan

Studi	Penjelasan
Morse dan Ushman (1983)	Tidak ada perubahan <i>spreads</i> di sekitar pengumuman laba
Vekantesh dan Chiang (1986)	Tidak ada peningkatan <i>spreads</i> secara signifikan dalamantisipasi pengumuman laba.
Senteney (1991)	Reaksi <i>bid-ask spread</i> terhadap volume perdagangan di sekitar pengumuman laba lebih besar, jika laba positif dibandingkan laba negative; dan jika laba dilaporkan lebih lambat dari yang diharapkan
Raman dan Tripathy (1993)	Perusahaan yang mengungkap variabel-variabel nilai sekarang dalam <i>SEC filings</i> mengalami pengurangan <i>bid-ask spreads</i>
Lee et al. (1994)	Adanya kenaikan <i>spread</i> pada hari sebelum dan sesudah pengumuman laba, maupun pada tanggal pengumuman laba.
Greenstein dan Sami (1994)	Perusahaan yang memberikan data yang lebih <i>segmented</i> pada laporan SEC mengalami penurunan <i>bid-ask spread</i> .
Brooks (1994)	Komponen <i>bid-ask spread</i> mempunyai perubahan yang signifikan di sekitar pengumuman laba.
Maddala dan Nimalendran (1995)	Terdapat pengaruh laba kejutan terhadap <i>bid-ask spread</i>
Krinsky dan Lee (1996)	Peningkatan <i>spread</i> di sekitar pengumuman laba disebabkan adanya komponen asimetri informasi dari <i>spread</i> tersebut.
Affleck-Graves et al. (1996)	Peningkatan <i>spread</i> di sekitar pengumuman laba berhubungan terbalik dengan kemampuan prediksi laba.
Yohn (1997)	<i>Spread</i> berhubungan dengan laba perdagangan ekspektasian dari pencapaian informasi privat sebelum pengumuman laba. Peningkatan <i>spread</i> terjadi 4 hari sebelum pengumuman laba.

Sumber: Callahan et al. (1997: 56)

Asimetri Informasi dan *Cost of Capital*

Cost of capital merupakan tingkat kembalian yang diinginkan oleh penyedia dana, baik investor (*cost of equity*) maupun kreditor (*cost of debt*). *Cost of equity capital* berkaitan dengan resiko investasi atas saham perusahaan.

Botosan (1997) menyatakan terdapat beberapa alternative pendekatan

untuk mengestimasi *cost of equity capital*. Pendekatan pertama menggunakan *average reliazed returns*. Menurut Botosan (1997) pendekatan ini mengandung *noise* (gangguan) dalam pengukuran *cost of capital* karena berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya sulit untuk membuktikan adanya hubungan antara return dengan resiko. Pendekatan lainnya adalah penggunaan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Namun Botosan menganggap pendekatan CAPM ini tidak memberikan suatu peran tertentu terhadap pengungkapan. Penelitian Botosan menggunakan pendekatan tersendiri yaitu gabungan dari perhitungan Edward dan Bell; Ohlson; dan Feltham dan Ohlon (rumus EBO).

Kim dan Verrecchia (1994) telah membuat model hubungan likuiditas pasar dan pengumuman laba. Hasilnya bahwa pengumuman laba secara publik dapat mengurangi kos pemrosesan informasi secara individual ataupun institusional. Kos berkurang karena informasi yang diterima oleh partisipan pasar relatif sama. Biaya pemrosesan agregat dari partisipan pasar ini akan mempengaruhi likuiditas pasar. Jika biaya pemrosesan tinggi (karena informasi asimetri meningkat), maka pasar menjadi kurang likuid. Penurunan likuiditas dan peningkatan informasi asimetri ini akan membawa pada harga sekuritas yang tinggi, sehingga *cost of capital* juga meningkat.

Penelitian yang menguji hubungan informasi asimetri dengan *cost of capital* adalah Diamond dan Verrecchia (1991), Handa dan Linn (1993), serta Komalasari dan Baridwan (2001), Mardiyah (2002), dan Murni (2002)

H_2 = terdapat pengaruh positif informasi asimetri terhadap *cost of capital*.

Pengungkapan dan *Cost Of Capital*

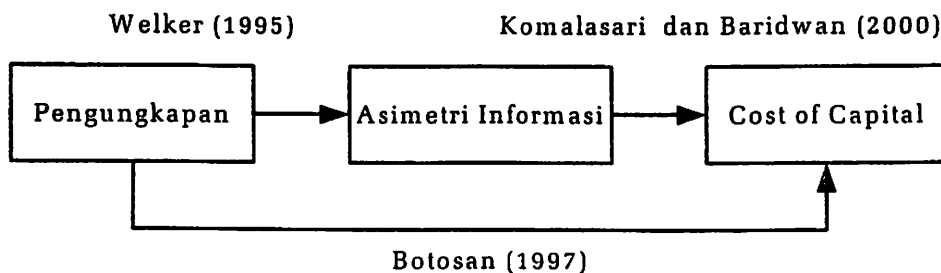
Kajian Verrecchia (1991) menemukan bahwa peningkatan pengungkapan akan meningkatkan likuiditas harga pasar sehingga akan mengurangi *cost of capital*. Beberapa penelitian yang menguji pengaruh pengungkapan informasi terhadap *cost of capital* telah dilakukan antara lain oleh Handa dan Linn (1993), Coles *et al.* (1995), dan Clarkson *et al.* (1996) yang menyatakan bahwa peningkatan pengungkapan akan mengurangi estimasi risiko sehingga kembalian aset meningkat.

Botosan (1997) menguji hubungan antara tingkat pengungkapan dengan *cost of equity*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan negative antara tingkat pengungkapan dengan biaya ekuitas untuk kelompok perusahaan yang kurang mendapat perhatian dari analis keuangan. Namun bagi kelompok perusahaan yang banyak mendapat perhatian dari analis keuangan tidak ditemukan hubungan yang signifikan. Hasil penelitian Sengupta (1998) menunjukkan adanya hubungan negative yang signifikan antara tingkat pengungkapan dengan biaya hutang (*cost of debt*).

Berdasarkan beberapa hasil penelitian tersebut, hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_3 = Terdapat pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital*

Model penelitian yang digunakan oleh penulis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



METODOLOGI PENELITIAN

Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan Desember tahun 2002. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *systematic random sampling*. Untuk mendapatkan ukuran sampel minimal dipergunakan rumus Slovin (Sevilla *et al.*, 1993:161):

$$n = \frac{N}{1 + N(e)^2} \quad (1)$$

Dimana

- n = jumlah sampel
- N = ukuran populasi
- d = presisi yang ditetapkan
- 1 = angka konstanta.

Penarikan sampel yang dilakukan dengan menentukan nilai presisi (d) yang ditetapkan sebesar 5% seperti yang telah banyak digunakan dalam penelitian-penelitian sosial.

Pengambilan sample secara random dilakukan sebagai berikut:

- 1) Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan auditan untuk periode 2001 serta tercatat dalam daftar monitoring laporan keuangan perusahaan yang terdapat di Bapepam.
- 2) Sampel mempunyai laporan keuangan yang berakhir per 31 Desember 2001
- 3) Data transaksi harian sekuritas perusahaan sampel terdapat di UGM database.

Variabel dan pengukurannya

Variabel Dependen

Variabel dependen adalah *cost of capital*. Estimasi *cost of capital* dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* seperti yang dilakukan Komalasari dan Baridwan (2001), dan yaitu :

$$COC_{i,t} = R_{ft} + \beta_i(R_{Mt} - R_{ft}) \quad (2)$$

R_{ft} adalah *return* bebas resiko yang diproksi dengan tingkat bunga SBI 1 bulan, R_{Mt} adalah *return* pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari t di tambah IHSG pada hari $t-1$ dibagi IHSG pada hari $t-1$, dan β_i adalah risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan i . Nilai β (risiko tidak sistematis) diperoleh melalui regresi model pasar dengan periode estimasi selama 120 hari sebelum *event windows*.

Variabel Independen

Variabel independen penelitian ini adalah indeks pengungkapan (*disclosure*). Indeks pengungkapan informasi yang digunakan adalah indeks yang menggambarkan luas pengungkapan informasi dalam laporan keuangan. Keluasan pengungkapan diukur dari tingkat ketaatan terhadap pengungkapan wajib yang telah ditetapkan oleh Bapepam (*mandatory disclosure*) dan jumlah pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Daftar item pengungkapan informasi yang digunakan dalam penelitian mengacu indeks pengungkapan yang telah digunakan oleh Fitriany (2001). Skala pengukuran variabel pengungkapan adalah skala interval, yaitu antara 0 % sampai 100 %. Indeks ini dihitung berdasarkan jumlah item pengungkapan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan dibagi dengan jumlah item yang seharusnya diungkap dalam laporan keuangan.

Variabel Intervening.

Asimetri Informasi merupakan variabel intervening yang memediasi pengaruh pengungkapan informasi terhadap *cost of capital*, menjadi pengaruh tidak langsung. Penelitian ini menggunakan tiga pengukuran asimetri informasi, yaitu *adjusted bid-ask spread* pada tanggal publikasi laporan keuangan, rata-rata *adjusted bid-ask spread* tujuh hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan, dan rata-rata *adjusted bid-ask spread* tujuh hari setelah tanggal publikasi laporan keuangan. Pengukuran asimetri informasi tidak menggunakan secara langsung nilai *bid-ask spread* karena mengandung beberapa kelemahan menggunakan (Greenstein dan Sami, 1994; Diantimala, 2000; Komalasari dan Baridwan, 2001; dan Murni, 2002). Perhitungan *spreads* dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{SPREAD}_{i,t} = a_0 + a_1 \text{PRICE}_{i,t} + a_2 \text{TRANS}_{i,t} + a_3 \text{VAR}_{i,t} + a_4 \text{DEPTH}_{i,t} + \text{ADJSPERAD}_{i,t}$$

Keterangan:

- SPREAD** = selisih harga saat *ask* dengan harga *bid* yang dihitung dengan rumus:
- $$\frac{(\text{ask price} - \text{bid price})}{(\text{ask price} + \text{bid price})}$$
- 2
- PRICE_{i,t}** = harga penutupan (*closing price*) saham perusahaan i pada hari t disetiap hari dalam *event windows*.
- TRANS_{i,t}** = jumlah transaksi (volume) saham perusahaan i pada hari t dalam tiap-tiap hari *event window*
- VAR_{i,t}** = varian *return* harian selama periode penelitian pada saham perusahaan I dan pada hari ke. t. Return harian merupakan persentase perubahan harga saham pada hari ke t dengan harga saham pada hari sebelumnya (t-1).
- DEPTH_{i,t}** = rata-rata jumlah saham perusahaan I dalam semua *quotes* (jumlah saham yang tersedia pada ask ditambah jumlah yang tersedia pada saat bid dibagi 2 selama setiap hari t dalam *event windows*.
- ADJSPREAD_{i,t}** = *residual error* yang digunakan sebagai ukuran **SPREAD** yang telah disesuaikan (*adjusted spread*) dan digunakan sebagai proksi asimetri informasi untuk perusahaan I pada hari ke t.

Metode Analisis Data

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital*, baik secara langsung, maupun tidak langsung – yaitu melalui munculnya asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spread*. Pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path analysis*) untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung tersebut.

Penelitian ini juga melakukan pengujian secara parsial, untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya (hipotesis 1 dan 2). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi dan regresi sederhana (*bivariate analysis*).

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

1. Statistik Deskriptif

Sampel yang dianalisis dalam penelitian ini sebanyak 73 perusahaan manufaktur, yang terdiri:

- Food and Beverages (10)
- Tobacco Manufactures (2)
- Textile Mile Products (5)
- Apparel and Other Textile Products (8)
- Lumber and Wood Products (3)
- Paper and Allied Products (3)
- Chemical and Allied Products (4)
- Adhesive (2)
- Plastics and Glass Products (6)
- Cement (1)
- Metal and allied Products (5)
- Fabricated Metal Products (1)
- Stone, Clay, Glass and Concrete Products (2)
- Machinery (1)
- Cable (3)
- Electric and Electronic Equipment (3)
- Automotive and Allied Products (7)
- Photographic Equipment (1)
- Pharmaceuticals (4)
- Consumer Goods (2)

Daftar nama perusahaan secara lengkap disajikan dalam tabel 3

Deskripsi variabel menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan informasi dari 73 perusahaan sampel menunjukkan rata-rata sebesar 65 %. Besar *cost of capital* perusahaan sampel menunjukkan rata-rata sebesar 5,056. Rata-rata *bid-ask spread* selama tujuh hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan menunjukkan nilai sebesar -0,1892, rata-rata tujuh hari setelah tanggal publikasi laporan keuangan menunjukkan nilai sebesar -0,1878, rata-rata *bid-ask spread* pada tanggal publikasi laporan keuangan menunjukkan nilai sebesar -0,1893. Secara ringkas deskripsi variabel disajikan dalam tabel 4.

TABEL 3

Daftar Perusahaan Sampel

No	Jenis Industri	Nama Perusahaan
1.	Food and Beverages (10)	PT. Ades Alfindo Putrasetia Tbk PT. Asia Intiselera tbk PT. Davomas Abadi Tbk PT. Fast Food Indonesia Tbk PT. Mayora Indah Tbk PT. Multi Bintang Indonesia Tbk PT. Sari Husada Tbk PT. Siantar TOP Tbk PT. Suba Indah Tbk PT. Ultra Jaya Milk Ind. and Trading Co. Tbk
2.	<i>Tobacco Manufactures (2)</i>	PT. BAT Indonesia Tbk PT. Gudang Garam Tbk
3.	<i>Textile Mile Products (5)</i>	PT. Argo Pantes Tbk PT. Eratex Djaja Limited Tbk PT. Pansia Indosyntec Tbk PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk PT. Textile Manufacturing Company Jaya
4	<i>Apparel and Other Textile Products (8)</i>	PT. APAC Centertex Corporation Tbk PT. Ever Shine Textile Industry Tbk PT. Great River International Tbk PT. Indo - Rama Synthetics Tbk PT. Kasogi International tbk PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk PT Sarasa Nugraha Tbk PT. Surya Intrindo Makmur Tbk
5.	<i>Lumber and Wood Products (3)</i>	PT. Barito Pacific Timber Tbk PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk PT. Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk
6.	<i>Paper and Allied Products (3)</i>	PT. Fajar Surya Wisesa Tbk PT. Inti Indorayon Utama Tbk PT. Suparma Tbk
7.	<i>Chemical and Allied Products (4)</i>	PT. Aneka Kimia Raya Tbk PT. Eterindo Wahanatama Tbk PT. Polysindo Eka Perkasa Tbk PT. Tri Polyta Indonesia Tbk
8.	<i>Adhesive (2)</i>	PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk PT. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk PT. Tancho Indonesia Tbk

No	Jenis Industri	Nama Perusahaan
9.	Plastics and Glass Products (6)	PT. Argha Karya Prima Industry Tbk PT. Asioplast Industries Tbk PT. Dynaplast Tbk PT. Langgeng Makmur Plastic Industry Ltd. PT. Trias Sentosa Tbk PT. Wahana Jaya Perkasa Tbk
10.	Cement (1)	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk
11.	Metal and allied Products (5)	PT. Alakasa Industrindo Tbk PT. Citra Tubindo Tbk PT. Jakarta Kyoei Steel Works Ltd. Tbk PT. Lion Metal Works Tbk PT. Pelangi Indah Canindo Tbk
12.	Fabricated Metal Products (1)	PT. Kedawung Setia Industrial Tbk
13.	Stone, Clay, Glass and Concrete Products (2)	PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk PT. Mulia Industrindo Tbk
14.	Machinery (1)	PT. Komatsu Indonesia Tbk
15.	Cable (3)	PT. GT Kabel Indonesia (Kabel Metal Indonesia) Tbk PT. Kabelindo Murni Tbk PT. Voksel Electric Tbk
16.	Electric and Electronic Equipment (3)	PT. Astra Graphia Tbk PT. Multipolar Corporation Tbk PT. Trafindo Perkasa Tbk
17.	Automotive and Allied Products (7)	PT. Astra International Tbk PT. Astra Otoparts Tbk PT. Gajah Tunggal Tbk PT. Goodyear Indonesia Tbk PT. Hexindo Adiperkasa Tbk PT. Indospring Tbk PT. United Tractor Tbk
18.	Photographic Equipment (1)	PT. Inter Delta Tbk
19.	Pharmaceuticals (4)	PT. Bayer Indonesia Tbk PT. Darya Varia Laboratoria Tbk PT. Merck Indonesia Tbk PT. Tempo Scan Pacific Tbk
20.	Consumer Goods (2)	PT. Mustika Ratu Tbk PT. Tancho Indonesia Tbk

TABEL 4

Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Disclosure	73	0,4250	0,8130	0,6494	0,1009
Cost of Capital	73	3,9850	6,7780	5,1514	0,6136
asym_infor7	73	-1,0349	0,4919	-0,1818	0,2277
asym_infor-7	73	-0,7615	1,5130	-0,1636	0,3590
asym_infor0	73	-0,8944	0,9073	-0,1893	0,3795
Valid N (listwise)	73				

Uji Normalitas Data

Uji normalitas digunakan untuk melihat apakah dalam sebuah model regresi, variable bebas dan variabel tidak bebas atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah data yang distribusinya normal atau mendekati normal.

Pengujian normalitas digunakan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas. Selain menggunakan penyebaran data, pengujian terhadap normalitas data dapat menggunakan pengujian Liliefors yang didasarkan pada modifikasi uji Kolmogorov-Smirnov (K-S).

Penelitian ini menggunakan pengujian K-S untuk pengujian normalitas data. Hasil pengujian menunjukkan, hanya variabel pengungkapan yang menunjukkan data dengan distribusi normal. Variabel lain, yaitu: *cost of capital* dan asimetri informasi untuk tiga alternatif pengukuran menunjukkan data tidak terdistribusi secara normal. Penelitian ini tidak melakukan transformasi data untuk memperbaiki data yang akan dianalisis, karena sebagian besar data asimetri informasi mempunyai nilai negatif.

Pengujian Hipotesis

a. Hipotesis pertama.

Hipotesis pertama menguji adanya hubungan antara pengungkapan dengan asimetri informasi. Pengujian dilakukan 3 kali, pada hari tanggal publikasi laporan keuangan perusahaan, rata-rata tujuh hari sesudah tanggal publikasi laporan keuangan, dan rata-rata pada tujuh hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan

Hasil pengujian korelasi *Pearson* menunjukkan bahwa pengungkapan informasi tidak berhubungan secara signifikan dengan asimetri informasi, baik asimetri informasi yang diproksi dengan *bid-ask spread* untuk tujuh hari sebelum pelaporan keuangan, tujuh hari setelah pelaporan keuangan, maupun *spread* yang terjadi pada tanggal

pelaporan keuangan. Korelasi antara pengungkapan dengan *bid-ask spread* pada hari tanggal publikasi laporan keuangan perusahaan menunjukkan nilai sebesar 0.172 ($p=0.147$). Korelasi antara pengungkapan dengan *bid-ask spread* pada rata-rata tujuh hari sesudah tanggal publikasi laporan keuangan menunjukkan nilai sebesar 0.031 ($p=.796$). Sedangkan Korelasi antara pengungkapan dengan *bid-ask spread* pada rata-rata pada tujuh hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan menunjukkan nilai sebesar -0.188 ($p=0.112$). Hasil pengujian disajikan dalam tabel 5.

TABEL 5

**Hasil Pengujian Hubungan Pengungkapan Informasi
dengan Asimetri Informasi**

Panel A: Korelasi Pengungkapan Informasi dengan Asimetri Informasi

		Disclosure	asym_infor7	asym_infor0	asym_infor-7
Disclosure	Pearson Correlation	1,000	0,031	0,172	-0,188
	Sig. (2-tailed)	.	0,796	0,147	0,112
	N	73	73	73	73
asym_infor7	Pearson Correlation	0,031	1,000	0,202	0,266
	Sig. (2-tailed)	0,796	.	0,087	0,023
	N	73	73	73	73
asym_infor0	Pearson Correlation	0,172	0,202	1,000	0,54
	Sig. (2-tailed)	0,147	0,087	.	0
	N	73	73	73	73
asym_infor-7	Pearson Correlation	-0,188	0,266	0,54	1,000
	Sig. (2-tailed)	0,112	0,023	0	.
	N	73	73	73	73

Panel B: Hasil Regresi Pengungkapan dengan Asimetri Informasi

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig
	B	Std error	Beta			
Independen: Pengungkapan						
Dependen:						
<i>Bid-ask spread</i> (7)	0,694	0,268	0,031		0,259	0,796
<i>Bid-ask spread</i> (_ 7)	-0,667	0,415	-0,188		1,609	0,112
<i>Bid-ask spread</i> (0)	0,645	0,44	0,172		1,468	0,147

b. Hipotesis kedua

Hipotesis kedua menguji pengaruh asimetri informasi dengan cost of capital. Sama dengan pengujian hipotesis pertama, pengujian hipotesis kedua ini dilakukan tiga kali untuk setiap pengukuran asimetri informasi:

tujuh hari sebelum tanggal publikasi laporan keuangan, pada tanggal publikasi laporan keuangan, dan tujuh hari setelah publikasi laporan keuangan.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa asimetri informasi yang dihitung dengan tiga alternatif periode menunjukkan pengaruh yang signifikan, dengan R^2 sebesar 0.151. Artinya perubahan *cost of capital* dapat dijelaskan oleh asimetri informasi sebesar 15 %. Pengaruh asimetri informasi terhadap *cost of capital* merupakan pengaruh positif, artinya semakin tinggi asimetri informasi akan mengakibatkan semakin tinggi *cost of capital*. Hal ini konsisten dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin banyak informasi yang disembunyikan oleh pihak agen, maka akan semakin tinggi resiko yang harus ditanggung oleh pemilik modal. Namun penelitian ini menunjukkan arah pengaruh yang berlawanan untuk asimetri informasi yang terjadi pada tanggal pelaporan. Pengaruh asimetri informasi pada tanggal pelaporan menunjukkan pengaruh yang negatif terhadap *cost of capital*.

TABEL 6

Hasil Pengujian Pengaruh Asimetri Informasi
terhadap Cost of Capital $F = 5.283$ dan $R^2 = 0.151$

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std error	Beta	T	Sig
Independen:					
<i>Bid-ask spread</i> (7)	0,703	0,304	0,261	2,311	0,024
<i>Bid-ask spread</i> (_ 7)	0,517	0,225	0,299	2,280	0,026
<i>Bid-ask spread</i> (0)	-0,642	0,209	-0,397	3,071	0,003
Dependen: Cost of Capital					

c. Hipotesis ketiga

Hipotesis ketiga menguji pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital* secara langsung maupun tidak langsung dengan variabel asimetri informasi sebagai variabel intervening.

Hasil pengujian analisis jalur pengungkapan dengan *cost of capital* menunjukkan bahwa pengungkapan mempunyai pengaruh langsung secara signifikan terhadap *cost of capital*. Nilai pengaruh secara langsung maupun tidak langsung disajikan dalam tabel 7.

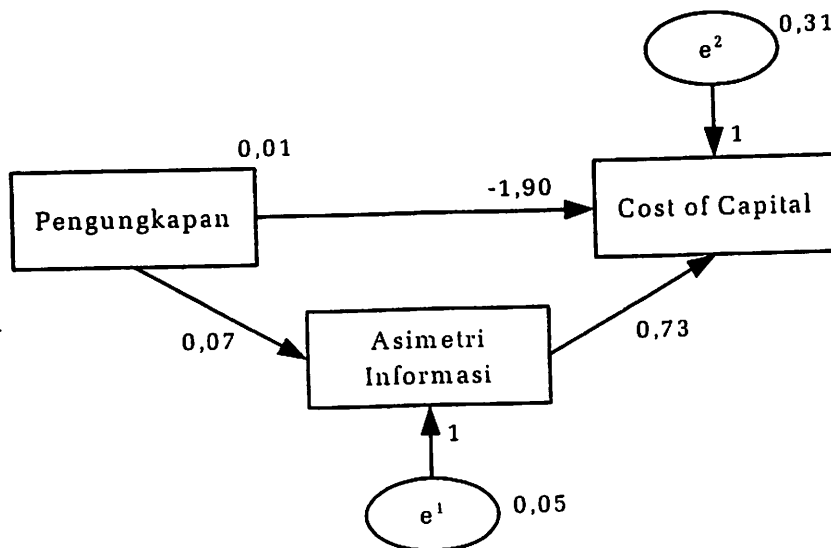
TABEL 7

**Hasil Pengujian Pengaruh Pengungkapan Informasi
terhadap Cost of Capital**

	Pengaruh Langsung Coefficients		Pengaruh Tidak Langsung	Total
	B	Sig	B	
Independen: Pengungkapan Dependen: Cost of Capital	-1,904	0,009	0,0505	-1,853

GAMBAR 2

**Hasil Pengujian Hubungan Pengungkapan, Asimetri Informasi,
dan Cost Of Capital**



KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN IMPLIKASI

Tujuan utama penelitian ini adalah menguji pengaruh pengungkapan terhadap *cost of capital*. Penelitian ini merumuskan tiga hipotesis untuk menguji pengaruh tersebut.

Diamond dan Verrecchia (1991) menyatakan bahwa pengungkapan akan mengurangi asimetri informasi. Pernyataan ini didukung oleh penelitian

Greenstein dan Sami (1994) dan Welker (1995), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara pengungkapan dengan asimetri informasi, dan analisis Callahan *et al.* (1997) yang menunjukkan adanya hubungan informasi akuntansi dengan asimetri informasi. Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan antara pengungkapan dengan *bid-ask spread* pada tanggal-tanggal pengamatan tujuh hari sebelum tanggal pelaporan keuangan, tujuh hari setelah pelaporan keuangan, maupun pada tanggal pelaporan keuangan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian-penelitian tersebut.

Hipotesis kedua dirumuskan berdasarkan beberapa penelitian analitis maupun empiris yang menyatakan bahwa asimetri informasi berpengaruh positif terhadap *cost of capital* (Diamond dan Verrecchia, 1991; Handa dan Linn, 1993; Komalasari dan Baridwan, 2001; Mardiyah, 2002; dan Murni, 2002). Pengujian hipotesis kedua menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan asimetri informasi terhadap *cost of capital*. Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan yang positif untuk rata-rata asimetri informasi yang terjadi pada tujuh hari sebelum maupun sesudah tanggal pelaporan keuangan, namun menunjukkan arah yang berbeda untuk asimetri informasi pada tanggal pelaporan keuangan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian-penelitian yang dilakukan dengan menggunakan data Indonesia oleh Komalasari dan Baridwan (2001), dan Mardiyah (2002) dan Murni (2002).

Pengujian hipotesis ketiga menunjukkan pengaruh yang signifikan pengungkapan terhadap *cost of capital*. Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang menyatakan adanya pengaruh negatif pengungkapan terhadap *cost of capital*. Hasil penelitian Botosan (1997) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negative antara pengungkapan dengan *cost of capital* untuk perusahaan dengan jumlah analis yang rendah. Namun, Botosan tidak mampu membuktikan untuk perusahaan yang mempunyai jumlah analis yang besar. Penelitian ini menunjukkan adanya penurunan besar pengaruh pengungkapan tidak langsung terhadap *cost of capital*. Besar pengaruh langsung pengungkapan terhadap *cost of capital* menunjukkan angka sebesar - 1.904, namun dengan mempertimbangkan variabel asimetri informasi sebagai variabel intervening, total pengaruh berkurang menjadi - 1.853.

Beberapa keterbatasan masih ditemui dalam penelitian ini. Penelitian masih menggunakan *bid-ask spread* untuk mengukur variabel asimetri informasi, walaupun pengukuran yang digunakan sudah mencoba untuk mengatasi kelemahan pengukuran *bid-ask spread* secara langsung. Lang dan Lundholm (1997) menggunakan proksi dispersi *forecast* analis untuk mengukur variabel asimetri informasi. Alternatif pengukuran ini perlu digunakan untuk penelitian yang akan datang, yang nampaknya kemungkinan besar bisa digunakan untuk jenis data sekunder di Indonesia. Keterbatasan kedua adalah pengukuran atas variabel *cost of capital* yang menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Menurut Botosan (1997) mempunyai kelemahan, yaitu tidak menunjukkan adanya peran *CAPM* terhadap tingkat pengungkapan. Botosan (1997) menunjukkan beberapa alternative menggunakan

proksi *cost of capital*, antara lain *average realized return*, dan formulasi penggabungan model Edward dan Bell; Ohlson; dan Feltham dan Ohlson (EBO). Penelitian ini masih menggunakan pendekatan *CAPM* karena pendekatan masih digunakan oleh beberapa peneliti di Indonesia, (misalnya Komalasari dan Baridwan, 2000; dan Mardiyah, 2002). Penelitian di masa yang akan perlu untuk menggunakan beberapa alternatif yang diajukan oleh Botosan (1997).

REFERENSI

- Afflect-Grafes, J., C.M. Callahan, dan N. Chipalkatti, 1996, Earnings predictability, information asymmetry and market liquidity
- Bapepam, Kumpulan Peraturan Ketua Bapepam, (online:www.bapepam.go.id).
- Bloomfield, Robert J., dan T. Jeffrey Wilks, 2000, Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital, *The Accounting Review*, Vol 75, No. 1: 13-41.
- Botosan, Christine A. 1997, Disclosure level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review*, July, Vol. 72, No. 3, 323-349.
- Brooks, R., 1994, Bid-ask Spread component around anticipated announcement, *Journal of Financial Research*, 17, Fall:375-386.
- Bushman, Robert M, dan Raffi J. Indjejikian, 1995, Voluntary Disclosure and the Trading Behavior of Corporate Insiders, *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, No. 2, Autumn: 293-316.
- Callahan, Carolyn M., Charles M.C. Lee, dan Teri Lombardi Yohn, 1997, Accounting Information and Bid-Ask Spreads, *Accounting Horizon*, Vol 11, No. 4: 50-60.
- Chow, Chee W., dan Adrian Wong-Boren, (1987), Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation, *The Accounting Review*, 62, July, 533-541.
- Claskson, P., J. Giedes, dan R. Thompson, 1996, On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Maret:69-84.
- Coles, J., U. Loewenstein, dan J. Suay, 1995, On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September: 347-364.
- Coller, M., dan T. Yohn, 1997, Management Forecasts and information asymmetry: An Examination of bid-ask spreads, *Journal of Accounting Research*, Fall:
- Demski, J., dan G. Feltham, 1994, Market Response to financial reports, *Journal of Accounting and Economics*, January: 3-40.
- Diamond, Douglas W., 1995, Optimal Release of information by firms, *The Journal of Finance*, September: 1071-1094.
- _____ dan Robert E. Verrecchia, 1991, Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 4, September: 1325-1359.
- Diantimala, Yossy, 2000, Pengaruh pengumuman laba terhadap asimetri informasi, *Tesis S2 UGM*.
- Eisenhardt, Kathleen M., 1989, Agency Theory: An Assesment and Review, *Academy of Management Review*, Vol 14, No. 1, 57-74.
- Fitriany, 2001, Signifikansi Perbedaan Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Wajib dan Sukarela Pada Laporan Keuangan Perusahaan Publik Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Working Paper Simposium Nasional Akuntansi IV*, Bandung
- Francis, Jennifer, Donna Philbrick, dan Katherine Schipper, 1994, Shareholder Litigation and Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No.2, Autumn: 137-164.
- Gonedes, N.J., 1980, Public Disclosure Rules, Private Information-Production Decision, and Capital Market Equilibrium, *Journal of Accounting Research* 18, Autumn: 441-476.
- Greeinstein, Marilyn Magee, dan Heibatollah Sami, 1994, The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-ask Spreads, *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1: 179-199.

- Handa, P., dan S. Linn, 1993, Arbitrage Pricing with Estimation Risk, *Journal of Financial Economics*, Maret: 81-100.
- Healy, Paul M., dan Krishna G. Palepu, 1993, The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices, *Accounting Horizons*, March, Vol. 7, No.1, 1-11.
- _____, 2001, Information Asymmetry, Corporate disclosure, and the capital market: A Review of The Empirical Disclosure Literature, *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405-440.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 : 82-136.
- Kim, O., dan R. Verrecchia, 1994, Market Liquidity and volume around earnings announcement. *Journal of Accounting and Economics*, 17:41-67.
- Krinsky, I., dan J. Lee, 1996, Earnings announcements and the component of the bid-ask spread. *Journal of Finance*, 51:1523-1535.
- Lang, Mark H., dan Russell J. Lundholm, 1993, Cross-Sectional Determinant of Analysts ratings of Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research*, 31: 246-271.
- _____, 1996, Corporate Disclosure Policy and Analyst behavior, *The Accounting Review*, October. Vol. 71, No. 4, 467-492.
- Lee, C., B. Mucklow, dan M. Ready, 1994, Spreads depths and the impact of earnings information: An intraday analysis, *The Review of Financial Studies*, 6:345-374.
- Lev, T., 1989, On the usefulness of earnings and earnings research: Lesson and directions from two decades of empirical research, *Journal of Accounting Research*, 27 (Supplement): 153-191.
- Lundholm, R., 1991, Public Signals and the equilibrium allocation of private information, *Journal of Accounting Research*, 29 (Autumn):322-439.
- Komalasari, Puput, dan Zaki Baridwan, 2001, Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4 No. 1:64-81.
- Maddala, G., dan M. Nimalendran, 1995, An Unobserved component panel data model to study the effect of earnings surprise on stock prices, trading volumes an spreads, *Journal of Econometrics*, 68, July: 229-242.
- Mardiyah, Aida Ainul, 2002, Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Capital, *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5 No. 2: 229-256
- McNichols, M., dan B. Trueman, 1994, Public Disclosure, private information collection, and short-term trading, *Journal of Accounting and Economics* 17:69-94.
- Murni, Siti Aisah, 2002, Pengaruh luas ungkapan sukarela dan asimetri informasi terhadap Cost of Equity Capital, *Tesis S2 UGM*.
- Noe, C., 1999, Voluntary disclosures and insider transaction, *Journal of Accounting and Economics*, 27:305-327.
- Scott, William R., 2000, Financial Accounting Theory, Second edition, Ontario:Prentice Hall Canada Inc.00000
- Sekaran, Uma, 2003, Research Methods for Business: A Skill-Building Approach, Fourth Edition.. Illinois:John Wiley & Sons, Inc.
- Sengupta, Parthe, 1998, Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, October: 459-474.
- Sentenev, D., 1991, Characteristics of earning news and operational efficiency in the NASDAQ securities market, *Review of Financial Economics* 1, Fall:49-61.
- Skinner, D., 1994, Why firms voluntarily disclose bad news, *Journal of Accounting Research*, 23: 249-283.
- _____, 1997, Earnings disclosures and stockholder lawsuits, *Journal of Accounting and Economics*, 32:38-61.
- Sevilla, Conceuelo G, et al., 1993, An Introduction to Research Methods, Phillippines: Rex Book Store.
- Warner, J., Watts, R., dan Wruck, K., 1988, Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics*, 20:461-493.

- Wiesbach, M., 1988, Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20: 431-461.
- Welker, M., 1995, Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity market, *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring): 801-827.
- Venkatesh, P, dan R. Chiang, 1986, Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements, *Journal of Finance*, December:1089-1102.
- Verrecchia, R., 1982, The use of mathematical models in financial accounting, *Journal of Accounting Research*: 1-42.
- Yohn, T., 1997, Information asymmetry around earnings announcement, *Review of Quantitative Finance and Accounting*.