

Laporan Penelitian

**Peran Persistensi Laba terhadap Hubungan antara
Earnings Aggressiveness dan *Cost of Equity***



Oleh :

**Dr. Sunarto, MM
Titiek Suwarti, SE, MM, Ak**

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS STIKUBANK (UNISBANK)
SEMARANG
2011**

Created with

HALAMAN PENGESAHAN LAPORAN PENELITIAN

1. a. Judul Penelitian : Peran Persistensi Laba terhadap Hubungan antara *Earnings Aggressiveness* dan *Cost of Equity*
b. Bidang Ilmu : Akuntansi
c. Kategori Penelitian :
2. Ketua Penelitian
a. Nama Lengkap : Dr. Sunarto, MM
b. Jenis Kelamin : Laki-laki
c. Gol/Pangkat/NIY : IV a/ Y2.86.05.032
d. Jabatan Fungsional : Lektor Kepala
e. Jabatan Struktural : Direktur Program Pascasarjana
f. Fakultas/ program Studi : Pascasarjana/S2 Manajemen
g. Pusat Penelitian : Lembaga Penelitian Universitas Stikubank Semarang
3. Jumlah Anggota Penelitian : 1 (satu) orang
a. Nama Anggota Penelitian : Titiek Suwarti, SE, MM
4. Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia (BEI)
5. Kerjasama dengan institusi Lain
a. Nama Institusi :
b. Alamat :
c. Telepon/Fax/e-mail :
6. Lama Penelitian : 7 (tujuh) bulan
7. Biaya yang diperlukan
a. Sumber dari Unisbank : Rp. 1.500.000,-
b. Sumber Lain :

Semarang, Februari 2011

Mengetahui
Direktur Program Pascasarjana

Dr. Sunarto, MM

Ketua Penelitian :

Dr. Sunarto, MM

Menyetujui
Ketua LPPM Unisbank,

Dr. Dra. Lie Liana, M.MSi

Created with

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah *robbil 'alamiin* segala puji syukur hamba-Mu panjatkan ke hadirat-Mu Ya Allah, hanya atas ridlho dan rahmat-Mu, penulisan laporan penelitian dengan judul “Peran Persistensi Laba terhadap Hubungan antara *Earnings Agressiveness* dan *Cost of Equity*” ini dapat diselesaikan.

Penulis menyadari bahwa tanpa ridlho dan rahmat-Nya, kesungguhan, kerja keras, serta bantuan dan dukungan dari banyak pihak, laporan penelitian ini tidak akan pernah selesai. Pada kesempatan ini penulis berkenan menyampaikan ucapan terima kasih kepada yang terhormat:

1. Bapak Dr. Bambang Suko Priyono, M.M selaku rektor Universitas Stikubank Semarang.
2. Ibu Dr. Tristijana Rijanti, SH, MM selaku Pembantu Rektor I Universitas Stikubank Semarang.
3. Ibu Dr. Dra. Lie Liana, M.MSi selaku Ketua Lembaga Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat (LPPM) Universitas Stikubank Semarang.
4. Bapak Dr. Alimuddin Rizal Rifai, M.M selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank Semarang.
5. Bapak Dr. Sunarto, M.M selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Stikubank Semarang.

Penulis juga mengucapkan terima kasih kepada rekan-rekan dosen dan karyawan di lingkungan Fakultas Ekonomi dan Program Pascasarjana Universitas Stikubank atas segala bantuan, do'a, dan motivasinya sehingga penulis dapat menyelesaikan laporan penelitian ini. Tanpa mengurangi rasa hormat, penulis juga ucapkan terima kasih kepada semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu yang telah membantu penulis dalam proses pengumpulan data, membantu mendapatkan artikel maupun materi lain yang sangat membantu untuk penulisan laporan ini.

Penulis menyadari bahwa disertasi ini masih mempunyai keterbatasan dan kekurangan, walaupun penulis telah berusaha semaksimal mungkin untuk membenahi keterbatasan dan kekurangan. Penulis menyadari atas segala khilaf dan salah; oleh karenanya penulis memohon ma'af kepada semua pihak yang terkait dengan penulisan laporan penelitian ini. Harapan penulis, hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat bagi para pembaca.

Semarang, Februari 2011

Penulis,

Created with



nitro PDF

professional

download the free trial online at nitropdf.com/professional

download the free trial online at nitropdf.com/professional

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN LAPORAN PENELITIAN.....	ii
KATA PENGANTAR.....	iii
DAFTAR ISI.....	v
DAFTAR TABEL.....	viii
DAFTAR LAMPIRAN.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	x
ABSTRAK.....	xi
ABSTRACT.....	xii
BAB I: PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah dan Hipotesis.....	12
1.2.1. Perumusan Masalah.....	12
1.2.2. Perumusan Hipotesis.....	13
BAB II: TINJAUAN PUSTAKA.....	19
2.1. Konsep Dasar.....	19
2.1.1. Teori Keagenan.....	19
2.1.2. Konsep Persistensi Laba.....	25

Created with



nitroPDF[®]
Created with

professional
professional

download the free trial online at nitropdf.com/professional

download the free trial online at nitropdf.com/professional

2.1.3. Konsep Keagresifan Laba.....	29
2.1.4. Konsep Pemoderasi Persistensi Laba....	31
2.1.5. Konsep Biaya Ekuitas.....	34
2.1.6. Konsep Variabel Kontrol.....	41
2.2. Penelitian Terdahulu.....	42
2.2.1. Studi hubungan antara persistensi laba dan <i>cost of equity</i>	42
2.2.2. Studi hubungan antara <i>earnings</i> <i>Aggressiveness</i> dan <i>cost of equity</i>	45
2.2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	47
BAB III: TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN.....	50
3.1. Tujuan Penelitian.....	50
3.2. Manfaat Penelitian.....	42
BAB IV: METODE PENELITIAN.....	50
4.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	52
4.2. Jenis dan Sumber Data.....	53
4.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	54
4.3.1. Definisi Operasional Variabel.....	54
4.3.2. Pengukuran Variabel.....	55
4.4. Teknik Analisis.....	56

4.5. Pengujian Asumsi Klasik.....	57
4.6. Uji Model dan Uji Hipotesis.....	59
4.6.1. Uji Model.....	59
4.6.2. Uji Hipotesis.....	60
BAB V: HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	62
5.1. Hasil Penelitian.....	62
5.1.1. Statistik Deskriptif.....	62
5.1.2. Hasil Pengujian Spesifikasi Model.....	65
5.1.3. Pemilihan Model.....	77
5.2. Hasil Uji Hipotesis.....	80
5.3. Pembahasan.....	82
5.3.1. Pembahasan Hasil Uji Model.....	82
5.3.2. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis.....	83
BAB VI: SIMPULAN DAN SARAN.....	88
6.1. Simpulan.....	88
6.2. Implikasi Teori.....	89
6.3. Implikasi Kebijakan.....	90
6.4. Keterbatasan Penelitian dan Saran.....	91

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1: Pengukuran Variabel.....	56
Tabel 5.1: Statistik Deskriptif.....	63
Tabel 5.2: Hasil Uji Normalitas (Model <i>Pertama</i>).....	66
Tabel 5.3: Hasil Uji Asumsi Klasik (Model Interaksi).....	67
Tabel 5.4: Hasil Regresi <i>Quasi Moderator</i>	69
Tabel 5.5: Hasil Regresi <i>Pure Moderator</i>	71
Tabel 5.6: Perbandingan Hasil Uji Model Regresi.....	73
Tabel 5.7: Hasil Uji Normalitas (Model <i>Kedua</i>).....	75
Tabel 5.8: Hasil Uji Asumsi Klasik (Model <i>M. Cap</i>).....	75
Tabel 5.9: Hasil Uji Asumsi Klasik (Model <i>Log. Assets</i>).....	76

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1: Data <i>Cost of Equity</i>	97
Lampiran 2: Data Perhitungan Persistensi Laba.....	100
Lampiran 3: Data Earnings Aggressiveness dan Kontrol.....	102
Lampiran 4: Output Pengolahan	103

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1: Model <i>Principal-Agent</i>	20
Gambar 2.2: Model Hubungan <i>Principal-Agent</i>	21
Gambar 2.3: Model Teoritikal Dasar.....	48
Gambar 3.1: Pengujian Posisi Angka Durbin Watson.....	59

ABSTRAK

Studi ini meneliti mengenai peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas. Kegunaan penelitian adalah menjelaskan dan memperluas penelitian sebelumnya mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas.

Studi ini menggunakan sampel perusahaan yang membagi dividen dan perusahaan yang sahamnya tercatat di BEI. Perusahaan yang membagi dividen pada periode 2004/2005 dan 2005/2006 sejumlah 94 perusahaan. Studi ini menguji hubungan antara *earnings aggressiveness*, persistensi laba, dan interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness* dengan *cost of equity*. Metode analisis menggunakan regresi interaksi tipe *quasi moderator*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE adalah *robust* sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Hasil studi ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*.

Kata kunci: persistensi laba, keagresifan laba, dan biaya ekuitas.

ABSTRACT

This study was investigated about the role of earnings persistence moderated associations toward earnings aggressiveness and cost of equity. The contribution of this study is explain and explore the previous research about the role of earnings persistence on the association between earnings aggressiveness and cost of equity.

This study uses sample of the firms which divide of dividend and listed in the Indonesian Stock Exchange. The firms was divided of dividend on the period 2004/2005 and 2005/2006 of 94 firms. This study was examined the association between earnings aggressiveness, earnings persistence, interaction of earnings persistence and earnings aggressiveness on the cost of equity. Method of analysis uses quasi moderator type based on interaction regressions.

Result of this study shows that NIBE based earnings persistence is robust as the moderating variable on the association between earnings aggressiveness and dividend growth based cost of equity. The result of this study indicate that NIBE based earnings persistence to weak on the association between earnings aggressiveness and dividend growth based cost of equity.

Keywords: earnings persistence, earnings aggressiveness, and cost of equity.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Pada model keagenan dirancang sebuah sistem yang melibatkan kedua belah pihak yaitu manajemen dan pemilik. Selanjutnya, manajemen dan pemilik melakukan kesepakatan (kontrak) kerja untuk mencapai utilitas yang diharapkan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam kesepakatan tersebut diharapkan dapat memaksimalkan utilitas pemilik (*principal*), dan dapat memuaskan serta menjamin manajemen (*agent*) untuk menerima *reward*. Manfaat yang diterima oleh kedua belah pihak didasarkan pada kinerja perusahaan. Pada umumnya, kinerja perusahaan diukur dari profitabilitas (Penman, 2003). Besarnya laba (profit), selanjutnya diinformasikan oleh manajemen kepada pihak pemilik melalui penyajian laporan keuangan.

Ohlson (2006) menyatakan bahwa hal penting dalam akuntansi keuangan adalah pengukuran (*measurement*) melalui pendekatan neraca (*balance sheet*) atau pendekatan laba-rugi (*income statement*). Pada pendekatan neraca, *accounting rule* menentukan nilai yang terbawa dalam neraca, dan perubahan nilai ini mengarah pada pengukuran *revenue* dan *expenses*. Pada pendekatan laba-rugi adalah menentukan secara langsung *revenue* dan *expenses*, dan hal ini akan bermanfaat untuk meng-*update* nilai

balance sheet periode sebelumnya. Pada penelitian ini lebih difokuskan pada pengukuran terhadap items neraca dan laporan laba-rugi.

Beaver (2002) menunjukkan bahwa akrual merupakan salah satu *issue* utama untuk penelitian periode lima sampai sepuluh tahun mendatang. Beaver menekankan bahwa penelitian periode mendatang difokuskan pada manajemen akrual. Dalam manajemen akrual, perusahaan dapat melakukan manajemen laba melalui beberapa karakteristik kebijakan (seperti: *overstate earnings*, *loss avoidance*, dan *income smoothing*). Pada penelitian sebelumnya, terdapat beberapa aspek manajemen laba antara lain meliputi: motivasi manajemen laba, pendekatan untuk mendeteksi manajemen laba, estimasi komponen diskresi dan non-diskresi. Beaver (2002) juga menyatakan bahwa *issue* penelitian akrual pada periode mendatang ditekankan pada akrual diskresi dihubungkan dengan karakteristik kinerja perusahaan (misalnya pertumbuhan). Dengan demikian penelitian mengenai hubungan antara akrual diskresi dengan pertumbuhan perusahaan (seperti pertumbuhan dividen) masih merupakan peluang penelitian saat ini.

Sesuai dengan *agency theory*, motivasi manajemen akrual dapat dikelompokkan ke dalam dua kategori: *opportunistic* dan *signaling* (Beaver, 2002). Pada motivasi *opportunistic*, manajemen melalui kebijakan *aggressive accounting* menghasilkan angka laba lebih tinggi daripada laba yang sesungguhnya. Apabila laporan laba tidak dapat menggambarkan laba yang sesungguhnya, maka laporan laba mengarah pada *overstate earnings*. Laba yang mengarah pada *overstate earnings* mengakibatkan laba menjadi kabur

(*opaque*). Kekaburan laba (*earnings opacity*) mengandung arti bahwa laba akuntansi tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya. Kebijakan tersebut dilakukan oleh manajemen, karena berhubungan dengan kompensasi berdasarkan kontrak yang disepakati dengan pihak pemilik.

Pada motivasi *signaling*, manajemen menyajikan informasi keuangan (khususnya laba) diharapkan dapat memberikan sinyal kemakmuran kepada para pemegang saham. Laporan laba yang dapat memberikan sinyal kemakmuran adalah laba yang relatif tumbuh dan stabil (*sustainable*). Penman dan Zhang (2002) menyatakan bahwa *sustainable earnings* adalah laba yang mempunyai kualitas tinggi dan sebagai indikator *future earnings*; dan selanjutnya disebut sebagai persistensi laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002; Francis, LaFond, Olsson dan Schipper, 2004).

Berdasarkan konsep tersebut, persistensi laba dipandang sebagai pengukur kualitas laba. Beberapa penulis menunjukkan bahwa pengukuran persistensi laba masih berbeda-beda. Misalnya, Sloan (1996) mengacu pada Freeman (1982) mengukur persistensi laba dari hubungan antara *current earnings* dan *future earnings performance*. Dechow dan Dichev (2002) mengukur persistensi laba berdasarkan kualitas akrual; dimana kualitas akrual didefinisikan sebagai estimasi *error* dari hasil regresi modal kerja akrual. Sedangkan Francis *et al.* (2004) mengukur persistensi laba dari *slope* koefisien hasil regresi *current earnings* pada *lagged earnings*. *Earnings* didefinisikan sebagai laba dari aktivitas normal (*net income before extraordinary items, NIBE*). Sementara Ecker, Francis, Kim, Olsson, dan Schipper (2006)

mengukur persistensi laba dari parameter hasil regresi *current earnings per share* pada *lagged earnings per share*. Namun demikian, pengukuran tersebut didasarkan pada konsep yang sama yaitu persistensi laba adalah laba yang dapat digunakan sebagai indikator *future earnings*.

Pada penelitian ini, konsep dan pengukuran persistensi laba mengacu pada Francis *et al.* (2004) yaitu persistensi laba diukur dari hasil regresi *NIBE* saat ini pada *NIBE* periode sebelumnya. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa *NIBE* merupakan laba yang didapat oleh perusahaan dalam jangka panjang (selama perusahaan tersebut beraktivitas secara normal). Selanjutnya, persistensi laba berbasis *NIBE* digunakan sebagai sinyal pertumbuhan *dividend yield*; dimana dividen merupakan salah satu ukuran kemakmuran pemegang saham. Berdasarkan pernyataan Beaver (2002), penelitian ini menitik beratkan pada manajemen akrual, dan lebih khusus lagi akrual diskresi. Kebijakan diskresi merupakan kebijakan dimana manajemen secara fleksibel dapat mengendalikan angka-angka akuntansi. Healy (1985) menyatakan bahwa akrual diskresi di-*proxy* dengan total akrual, dengan asumsi bahwa akrual non-diskresi relatif kecil daripada akrual diskresi, sehingga total akrual sebagian besar berasal dari akrual diskresi.

Berdasarkan uraian tersebut, kebijakan akrual diskresi yang dilakukan oleh manajemen membawa dua konsekuensi. *Pertama*, jika kebijakan tersebut membawa keinformasian laba, maka kebijakan tersebut akan meningkatkan kualitas laba, sehingga laba semakin persisten. *Kedua*, jika kebijakan tersebut tidak membawa keinformasian laba (*uninformative earnings*), maka kebijakan

tersebut akan menurunkan kualitas laba, sehingga laba menjadi kabur (*opaque*). Kekaburan laba (*earnings opacity*) berhubungan dengan keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) dan perataan laba (*earnings smoothings*). Bhattacharya, Daouk, dan Welker (2003) menyatakan bahwa *earnings aggressiveness* merupakan laporan laba yang mengarah pada *overstate earnings* sehingga laba yang dilaporkan menjadi kabur (*opaque*); dalam arti laba akuntansi (*observable*) tidak dapat mengukur kinerja ekonomi (*unobservable*).

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan akrual dapat menciptakan persistensi laba; atau dapat juga menciptakan kekaburan laba yang disebabkan oleh keagresifan laba. Kebijakan akrual yang menghasilkan persistensi laba adalah kualitas akrual (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002); sedangkan kebijakan akrual yang menghasilkan keagresifan laba adalah total akrual (Bhattacharya *et al.*, 2003). Kebijakan akrual akan membawa dampak pada kinerja perusahaan (misalnya, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, pertumbuhan dividen), dan sejenisnya yang merupakan *proxy* pengukuran kinerja. Dalam penelitian ini, *proxy* pertumbuhan yang digunakan adalah pertumbuhan dividen (*dividend growth*). Hal ini didasarkan pada teori keagenan (*agency theory*), dimana laporan profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan dapat digunakan sebagai sinyal pertumbuhan dividen, dan ini berarti meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Pertumbuhan dividen digunakan sebagai *proxy* pengukuran kinerja spesifik perusahaan juga didasarkan pada pertimbangan bahwa *dividend growth* dapat ditinjau dari dua sudut pandang. *Pertama*, dividen yang dibayarkan oleh pihak manajemen kepada para pemegang saham merupakan biaya modal perusahaan (*cost of equity*). *Kedua*, dividen merupakan pendapatan atau hak atas bagian laba perusahaan bagi para pemegang saham (*dividend yield*). Mengacu pada konsep dan penelitian terdahulu, maka pada penelitian ini pertumbuhan dividen digunakan sebagai dasar penentuan *cost of equity* (Bhattacharya *et al.*, 2003; Tucker dan Zarowin, 2006; Francis *et al.*, 2004). Jadi, *cost of equity* dalam penelitian ini adalah *cost of equity* berbasis *dividend*. Brigham (1983) juga menyatakan bahwa perhitungan *cost of equity* berbasis *dividend* didasarkan pada asumsi bahwa *required rate of return* sangat tergantung pada besarnya dividen yang dibayar oleh perusahaan kepada para pemegang saham.

Keagresifan laba yang mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*), selanjutnya diprediksikan akan mempengaruhi *cost of equity*, khususnya berbasis dividen. Jika laba mengandung kekaburan, maka informasi laba yang kabur (*opaque*) akan menciptakan risiko informasi. Selanjutnya, jika risiko informasi meningkat, maka tingkat return yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh investor juga akan meningkat. Peningkatan *required rate of return* dimaksudkan dapat menutup peningkatan risiko informasi. Jika besarnya *required rate of return* digunakan sebagai dasar penentuan dividen, maka *earnings opacity* diprediksikan akan

meningkatkan dividen. Selanjutnya, jika *cost of equity* didasarkan pada besarnya dividen, maka peningkatan pada *earnings opacity* akan meningkatkan *cost of equity*.

Mengacu pada Bhattacharya *et al.* (2003) menyatakan bahwa *earnings aggressiveness* diasumsikan menciptakan keaburan laba, karena laporan laba mengarah pada *overstate earnings* sehingga laba akuntansi tidak dapat mengukur kinerja ekonomi. Jika *earnings aggressiveness* mengarah pada keaburan laba, maka para pemegang saham akan meminta tingkat return (*required rate of return*) yang lebih tinggi untuk menutup risiko informasi yang terkandung dalam *earnings*. Jika *required rate of return* digunakan sebagai dasar penentuan dividen, maka *earnings aggressiveness* berdampak pada peningkatan dividen. Selanjutnya, dividen digunakan sebagai dasar penentuan biaya ekuitas, maka *earnings aggressiveness* diprediksikan akan meningkatkan *cost of equity*.

Berdasarkan uraian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan akrual yang dilakukan oleh manajemen dapat menciptakan persistensi laba atau sebaliknya akan menciptakan keaburan laba yang disebabkan oleh keagresifan laba. Atas dasar motivasi *signaling*, persistensi laba diharapkan dapat menurunkan *earnings opacity* yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. Pemoderasian antara persistensi laba terhadap *earnings aggressiveness* diharapkan memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

Sesuai dengan konsep pemoderasi (*moderating*) dinyatakan bahwa variabel *moderating* adalah variabel independen yang akan menguatkan atau melemahkan hubungan antara variabel independen lainnya terhadap variabel dependen (Ghozali, 2001). Sharma, Durand dan Arie (1981) menyatakan bahwa variabel *moderator* dapat dibedakan ke dalam dua tipe, yaitu *quasi* dan *pure moderator*. Apabila variabel *moderator* dan interaksinya dengan *predictors* secara statistik signifikan mempengaruhi variabel *criterion* (dependen), maka variabel moderator tersebut digolongkan sebagai *quasi moderator*. Sedangkan jika variabel moderator tidak signifikan; tetapi variabel interaksinya signifikan, maka moderator tersebut merupakan *pure moderator*.

Berdasarkan konsep tersebut, persistensi laba digunakan sebagai variabel *moderating* (lebih khusus lagi sebagai *quasi moderator*) dengan model interaksi. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa items yang ada dalam laporan keuangan, baik items dalam neraca dan laba-rugi saling berinteraksi antara items satu dengan lainnya. Misalnya, laba yang didapat oleh perusahaan merupakan hasil aktivitas selama periode yang bersangkutan. Aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan (seperti: aktivitas pendanaan, investasi dan operasi) tercermin dalam laporan neraca, laba-rugi dan arus kas. Berdasarkan argumentasi tersebut, maka analisis hubungan antara persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan biaya ekuitas digunakan model interaksi.

Pada penelitian ini, persistensi laba digunakan sebagai variabel *moderating* terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa jika laba membawa

keinformasian mengenai laba periode mendatang (persisten), maka persistensi laba tersebut dapat menurunkan *earnings opacity* yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*, sehingga interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness*, diharapkan negatif. Sebaliknya, jika laba tidak membawa keinformasian mengenai laba periode mendatang (laba tidak persisten), maka laba tersebut akan meningkatkan *earnings opacity*, sehingga interaksi antara laba yang tidak persisten dan *earnings aggressiveness* adalah positif.

Berdasarkan uraian tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* menjadi penting untuk diteliti. Apabila laporan laba membawa keinformasian mengenai laba periode mendatang (persisten), maka interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*.

Beberapa bukti empiris mengenai hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* masih menunjukkan hasil berbeda. Misalnya, Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Francis *et al.* (2004) juga menunjukkan bahwa kualitas akrual secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of capital*. Namun kedua peneliti ini berbeda dalam pengukuran akrual; dimana Bhattacharya menggunakan total akrual sebagai pengukur *earnings aggressiveness*, sedangkan Francis menggunakan estimasi *error* sebagai pengukur kualitas akrual. Pada sisi lain,

Wilson (1987) menunjukkan bahwa total akrual dan arus kas operasi secara bersama-sama mempunyai informasi inkremental yang terkandung dalam laba, dan komponen tersebut berhubungan positif dengan *dividend stock return*. Desai, Rajgopal, dan Venkatachalam (2004) juga menunjukkan bahwa akrual berpengaruh positif terhadap *dividend stock return*. Sloan (1996) juga menunjukkan bahwa investor gagal untuk mengantisipasi *lower (higher)* persistensi laba yang diatribusikan oleh *accruals (cash flow)*.

Bukti empiris mengenai hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity* relatif masih terbatas. Misalnya, Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa persistensi laba secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*). Francis mengukur persistensi laba atas dasar *net income before extraordinary items* (NIBE) saat ini terhadap NIBE periode sebelumnya. Tucker dan Zarowin (2006) menunjukkan bahwa persistensi laba berhubungan positif dengan *dividend stock return*. Studi-studi tersebut menunjukkan bahwa bukti empiris mengenai hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity* masih sangat terbatas. Keterbatasan bukti empiris tersebut memberikan peluang untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*.

Disamping persistensi laba dan *earnings aggressiveness*, juga terdapat faktor fundamental yang lain seperti *book-to-market ratio (BM)* dan *Size* diprediksikan mempengaruhi pertumbuhan *dividend (cost of equity)*. Pada penelitian terdahulu, *BM* dan *Size* (sebagai variabel kontrol) dimasukkan ke dalam model untuk memprediksi *cost of equity*. Variabel kontrol dimasukkan

dalam model berfungsi untuk meningkatkan *R-square*, sehingga model menjadi lebih *robust* (Francis *et al.*, 2004; dan Desai *et al.*, 2004).

Beberapa bukti empiris mengenai hubungan antara B/M dan *SIZE* dengan *cost of equity* juga menunjukkan hasil berbeda. Misalnya, Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *BM* secara signifikan berpengaruh positif, sedangkan *size* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity*. Koefisien positif pada *BM* mengindikasikan bahwa perusahaan dengan ratio *BM* lebih besar mempunyai *cost of equity* lebih kecil daripada perusahaan dengan rasio *BM* lebih kecil. Koefisien negatif pada *Size* mengindikasikan bahwa saham perusahaan besar mempunyai *expected return* lebih kecil daripada perusahaan kecil. Sedangkan, Desai *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *BM* secara signifikan berpengaruh positif; dan *Size* terbukti tidak signifikan mempengaruhi *dividend yield*.

Berdasarkan uraian di atas, maka pada penelitian ini ditujukan untuk melakukan pengujian empiris mengenai beberapa hal berikut. *Pertama*, menguji hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. *Kedua*, menguji hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*. *Ketiga*, memperluas penelitian sebelumnya untuk menguji apakah persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

1.2. Perumusan Masalah dan Hipotesis

1.2.1. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas menunjukkan bahwa persistensi laba dan *earnings aggressiveness* akan mempengaruhi biaya modal (khususnya *cost of equity*). Interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan dapat berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Dengan demikian rumusan masalah dapat dinyatakan sebagai berikut. Bagaimana peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas (*cost of equity*).

Argumentasi tersebut didasarkan pada pertimbangan berikut. *Pertama*, interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan akan menurunkan kekaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. *Kedua*, persistensi laba akan meningkatkan keinformasian laba (*more earnings informativeness*), sehingga pertumbuhan dividen (sebagai *proxy cost of equity*) diharapkan semakin meningkat.

Penelitian ini dimotivasi oleh beberapa hal berikut. *Pertama*, masih adanya perbedaan pendekatan mengenai *proxy* pengukuran persistensi laba dan *cost of equity*. *Kedua*, masih adanya perbedaan hasil penelitian yang menghubungkan antara persistensi laba, *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Motivasi tersebut didasarkan pada argumentasi bahwa jika laporan laba membawa keinformasian laba periode mendatang, maka laba tersebut mempunyai kualitas tinggi yang mengarah pada persistensi laba. Apabila laba benar-benar persisten, maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings*

aggressiveness mampu menurunkan (memperlemah) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Sebaliknya, jika laba kurang persisten (yang berarti kualitas laba rendah), maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* akan meningkatkan (memperkuat) hubungan antara *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*.

Berdasarkan uraian di atas, maka pertanyaan-pertanyaan penelitian dapat dirinci sebagai berikut:

- (1) Bagaimana pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*?
- (2) Bagaimana pengaruh persistensi laba terhadap *cost of equity*?
- (3) Apakah persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*?

1.2.2. Perumusan Hipotesis

1.2.2.1. Hipotesis mengenai hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*

Keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) merupakan kecenderungan menunda pengakuan rugi dan mempercepat pengakuan laba. *Earnings aggressiveness* juga merupakan tindakan manajemen yang berhubungan dengan manipulasi laba (Bedard dan Johnstone, 2004) dengan cara menaikkan komponen-komponen akrual dan pada saat yang sama menurunkan biaya, sehingga laba yang dilaporkan lebih tinggi daripada yang sesungguhnya (Chan *et al.*, 2001). Jika perusahaan melakukan *aggressive accounting*, maka nilai buku sekarang (*current book value*) aktiva dan laba lebih tinggi, tetapi *forecast* laba menjadi rendah dan biaya modal (dan atau laba normal)

meningkat (Kothari, 2001). Hal ini berarti laba tahun berjalan relatif lebih tinggi daripada yang sesungguhnya, sehingga dimungkinkan laba periode mendatang menurun (*ceteris paribus*). Dengan kata lain, *earnings aggressiveness* merupakan laporan laba yang tidak dapat memberikan gambaran laba ekonomi yang sesungguhnya.

Earnings aggressiveness merupakan output dari kebijakan akrual, terutama akrual diskresi, misalnya kebijakan kredit dan pencatatan saldo piutang, peningkatan piutang yang tidak disebabkan oleh volume bisnis, penurunan hutang dan akrual diskresi lainnya. Kebijakan diskresi merupakan kebijakan dimana manajemen secara fleksibel dapat mengendalikan angka-angka akuntansi. Kebijakan akrual diskresi sering di-*proxy* dengan total akrual, dengan asumsi bahwa akrual non diskresi relatif kecil daripada akrual diskresi, sehingga total akrual sebagian besar berasal dari akrual diskresi (Healy, 1985). Selanjutnya, total akrual tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya, sehingga laporan laba menjadi kabur (*opaque*).

Kebijakan akrual diskresi akan membawa dua konsekuensi. *Pertama*, jika kebijakan tersebut membawa keinformasian laba, maka kebijakan tersebut akan meningkatkan kualitas laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002; dan Ecker *et al.*, 2006). *Kedua*, jika kebijakan tersebut tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya, maka kebijakan tersebut akan membawa kekaburan laba (*earnings opacity*) (Bhattacharya *et al.*, 2003).

Sesuai dengan *agency theory*, motivasi *signaling* yang dilakukan oleh manajemen melalui kebijakan akrual diskresi (total akrual) akan berdampak

pada peningkatkan laba tahun berjalan yang lazim disebut sebagai keagresifan laba (*earnings aggressiveness*). Semakin tinggi total akrual menunjukkan semakin tinggi *earnings aggressiveness*. Keagresifan laba yang dicerminkan oleh laba tahun berjalan relatif tinggi, selanjutnya digunakan oleh manajemen sebagai sinyal positif untuk mempengaruhi pertumbuhan dividen saat ini. Para pemegang saham juga akan merasa kemakmurannya meningkat melalui pertumbuhan dividen. Apabila dividen digunakan sebagai *proxy cost of equity*, maka pertumbuhan dividen akan berdampak pada peningkatan *cost of equity*. Dengan demikian kebijakan akrual yang menciptakan *earnings aggressiveness* akan mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity* pada tahun berjalan (*current cost of equity*).

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis pertama dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 1 (H1) sebagai berikut:

H1: *Earnings aggressiveness* berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

1.2.2.2. Hipotesis mengenai hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*

Mengacu pada konsep yang telah disajikan pada sub-bab sebelumnya dinyatakan bahwa persistensi laba merupakan laba yang mempunyai kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan secara berulang-ulang (*repetitive*) dalam jangka panjang (*sustainable*). Laba dikatakan persisten, apabila laba saat ini dapat digunakan sebagai pengukur laba periode mendatang. Pengukuran persistensi laba pada literatur-literatur terdahulu masih menunjukkan pengukuran yang

berbeda. Misalnya, persistensi laba diukur dari kualitas akrual (Dechow dan Dichev, 2002), persistensi laba diukur dari *current earnings* terhadap *lagged earnings* (Sloan, 1996; Francis et al., 2004), persistensi laba diukur dari *current eps* terhadap *lagged eps* (Tucker dan Zarowin, 2006).

Pada model utama penelitian ini, persistensi laba diukur dari kemampuan *net income before extraordinary items* (NIBE) saat ini terhadap NIBE periode mendatang. Sedangkan persistensi laba berbasis kualitas akrual digunakan dalam model alternatif yang berfungsi untuk menguji kekuatan dari model utama. Persistensi laba diharapkan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* (di-proxy dengan *dividend growth*).

Argumentasi tersebut didasarkan pada alasan bahwa jika NIBE benar-benar persisten, maka NIBE saat ini dapat digunakan untuk memprediksi NIBE periode mendatang, sehingga NIBE menunjukkan kinerja laba yang *sustainable*. Jika kinerja laba *sustainable*, dalam arti tumbuh dan stabil, maka pertumbuhan dividen juga diharapkan meningkat dan stabil. Berdasarkan *agency theory* (khususnya *signaling theory*) juga dinyatakan bahwa motivasi manajemen adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui pertumbuhan dividen. Dengan demikian, persistensi laba berbasis NIBE berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis kedua dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 2 (H2) sebagai berikut:

H2 : Persistensi laba berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

1.2.2.3. Hipotesis mengenai interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*

Secara konseptual, persistensi laba merupakan laba yang mempunyai kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan secara berulang-ulang (*repetitive*) dalam jangka panjang (*sustainable*). Ketika laba *sustainable*, dividen diharapkan tumbuh secara stasioner (stabil), dan kemakmuran para pemegang saham meningkat. Penman (2003) menyatakan bahwa persistensi laba berasal dari komponen-komponen *core operating income* (COI); dimana COI didapat dari penjualan dan laba operasi lainnya.

Persistensi laba sebagai ukuran dari kualitas laba berdampak pada peningkatan keinformasian laba (Tucker dan Zarowin, 2006), sebaliknya *earnings aggressiveness* akan mengaburkan keinformasian laba, dan menciptakan risiko informasi yang mempengaruhi *cost of equity* (Bhattacharya *et al.*, 2003). Kebijakan akrual yang dimotivasi oleh *signaling* akan menciptakan *earnings aggressiveness*, dan dipandang oleh para pemegang saham laba saat ini relatif tinggi, sehingga dividen yang akan diterima juga relatif tinggi. Pertumbuhan dividen berarti peningkatan *cost of equity*, sehingga *earnings aggressiveness* diharapkan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Argumentasi ini menunjukkan adanya kekaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*, dan karenanya diperlukan items atau pos laba yang dapat mengurangi kekaburan tersebut.

Mengacu pada *agency theory* (lebih khusus lagi motivasi *signaling*), dan *proxy cost of equity* adalah *dividend growth*, maka manajemen mempunyai kepentingan untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui pertumbuhan *dividend yield*. Persistensi laba diasumsikan sebagai kualitas laba merupakan sinyal positif terhadap pertumbuhan dividen. Persistensi laba diharapkan dapat mengurangi kekaburan laba melalui pemoderasian hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Apabila *proxy* laba yang digunakan sebagai pemoderasi hubungan mampu menurunkan kekaburan laba, maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* akan menghasilkan tanda negatif dan signifikan.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis ketiga dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 3 (H3) sebagai berikut:

H3 : Persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

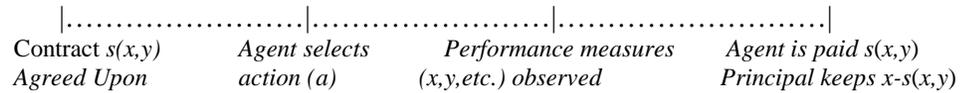
2.1. Konsep Dasar

2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori dasar (*grand theory*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori keagenan (*agency theory*). Teori keagenan menyatakan bahwa antara manajemen dan pemilik mempunyai kepentingan yang berbeda (Jensen dan Meckling, 1976). Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Lambert, 2001). Dalam model keagenan dirancang sebuah sistem yang melibatkan kedua belah pihak, sehingga diperlukan kontrak kerja antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*). Dalam kesepakatan tersebut diharapkan dapat memaksimalkan utilitas *principal*, dan dapat memuaskan serta menjamin agen untuk menerima *reward* dari hasil aktivitas pengelolaan perusahaan. Perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajemen terletak pada maksimalisasi manfaat (*utility*) pemilik (*principal*) dengan kendala (*constraint*) manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima oleh manajemen (*agent*). Karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham/ pemilik (*principal*) dengan manajemen (*agent*).

Pada dasarnya *agency theory* merupakan model yang digunakan untuk memformulasikan permasalahan (*conflict*) antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*). Model *principal-agent* dapat digambarkan dalam gambar 2.1 sebagai berikut (Lambert, 2001):

Gambar 2.1:
Model Principal-Agent

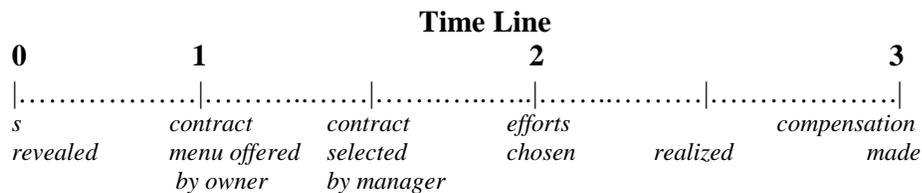


Pada gambar tersebut “ s ” merupakan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; “ y ” menunjukkan *vector* pengukuran kinerja berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (*action* “ a ”) yang meliputi kebijakan operasional (*operation decisions*), kebijakan pendanaan (*financing decision*), dan kebijakan investasi (*investment decisions*). Sedangkan “ x ” menunjukkan “*outcome*” atau hasil yang diperoleh perusahaan, dan selanjutnya digunakan sebagai dasar pengukuran kinerja dan kompensasi agen.

Kinerja perusahaan yang telah dicapai oleh pihak manajemen diinformasikan kepada pihak pemilik (*principal*) dalam bentuk laporan keuangan. Dalam sistem desentralisasi, manajemen mempunyai informasi yang *superior* dibandingkan dengan pemilik, karena manajemen telah menerima pendelegasian untuk pengambilan keputusan/ kebijakan perusahaan. Ketika pemilik tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajemen, maka secara potensial manajemen dapat menentukan kebijakan yang mengarah pada peningkatan *level* kompensasinya. Pada model hubungan *principal-agent*, seluruh tindakan (*actions*) telah didelegasikan oleh pemilik (*principal*) kepada manajer (*agent*). Rajan dan Saouma (2006) menunjukkan

bahwa arus informasi hubungan antara *principal-agent* dapat digambarkan pada gambar 2.2 berikut.

Gambar 2.2:
Model Hubungan Principal-Agent
(Urutan Arus Informasi)



Berdasarkan gambar 2.2 tersebut, maka urutan arus informasi dapat dijelaskan berikut. *Pertama*, pada periode nol (*time 0*) manajer menerima sinyal, *s* dan pada periode satu (*time 1*) pemilik menawarkan kepada manajer satu menu kontrak. Jika manajer setuju, maka manajer mengkomunikasikan pilihan kontraknya kepada pemilik; sebaliknya jika manajer menolak, maka hubungan berakhir. *Kedua*, pada periode dua (*time 2*), manajer memilih level aktivitas (*effort*) dan konsekuensinya dengan profit yang dihasilkan (). *Ketiga*, pada periode tiga (*time 3*), pemilik membayar kompensasi kepada manajer berdasarkan kontrak yang telah disepakati.

Model hubungan *principal-agent* diharapkan dapat memaksimalkan utilitas *principal*, dan dapat memuaskan serta menjamin agen untuk menerima *reward* dari hasil aktivitas pengelolaan perusahaan. Ketika pemilik tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajemen, maka secara potensial manajemen dapat menentukan kebijakan yang mengarah pada peningkatan *level* kompensasinya. Rajan dan Saouma (2006) menyatakan bahwa besarnya

kompensasi yang diterima oleh pihak manajemen (*agent*) tergantung pada besarnya laba/ profit () yang dihasilkan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati dengan pihak pemilik (*owner*). Besarnya laba yang diinformasikan melalui laporan keuangan, tidak terlepas dari kebijakan akuntansi yang dibuat oleh manajemen. Berdasarkan uraian tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa besarnya kompensasi yang diterima oleh pihak manajemen (*agent*) tergantung pada besarnya laba/ profit () yang dihasilkan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati dengan pihak pemilik.

Scott (2000) menyatakan bahwa “*earnings management is the choice by a manager of accounting policies so as to achieve some specific objective*”. Berdasarkan pernyataan tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba merupakan pilihan kebijakan akuntansi oleh manajer untuk berbagai tujuan spesifik. Kebijakan akuntansi dikelompokkan ke dalam dua kategori. *Pertama*, pilihan kebijakan akuntansi itu sendiri, seperti *straight-line versus declining-balance amortization*, atau kebijakan untuk pengukuran *revenue*; dan *kedua* akrual diskresi, seperti provisi kerugian kredit, biaya jaminan, nilai persediaan, waktu dan jumlah pos luar biasa. Ada dua cara untuk melihat perilaku manajemen laba. *Pertama*, perilaku *opportunistic* manajemen untuk memaksimalkan utilitas mereka mengenai kompensasi, *debt contract*, dan *political cost*; dan *kedua*, manajemen laba dari perspektif *efficient contracting*.

Healy (1985) menyatakan bahwa ada dua pendekatan yang dapat digunakan untuk mendeteksi perilaku manajemen *me-manage* laba. *Pertama*, mengontrol jenis akrual, dimana akrual secara luas didefinisikan sebagai porsi

item penerimaan dan pengeluaran (*revenue and expenses*) pada laporan laba-rugi yang tidak direpresentasikan oleh arus kas; dan *kedua*, perubahan kebijakan akuntansi.

Manajemen melakukan peningkatan laba melalui kebijakan akrual dapat dideteksi dari empat items akrual yaitu: biaya amortisasi, peningkatan *net accounts receivable*, peningkatan inventory, dan penurunan *accounts payable and accrual liabilities*. Biaya amortisasi merupakan akrual non-diskresi, diasumsikan bahwa kebijakan mengenai amortisasi adalah *given*. Peningkatan piutang dagang diasumsikan berasal dari penurunan penyisihan piutang (*allowance for doubtful account*) yang merupakan hasil dari estimasi yang kurang konservatif. Hal ini merupakan akrual diskresi, karena manajemen secara fleksibel dapat mengendalikan jumlah penyisihan piutang tersebut; atau karena kebijakan kredit dan pencatatan saldo piutang pada awal dan akhir periode. Namun, jika peningkatan piutang disebabkan oleh peningkatan volume bisnis, maka akrual tersebut merupakan akrual non-diskresi. Demikian pula peningkatan inventory yang tidak disebabkan oleh perubahan volume merupakan akrual diskresi. Penurunan utang dagang dan kewajiban akrual juga merupakan akrual diskresi, dengan asumsi bahwa penurunan ini berasal dari manajemen yang lebih *optimistic* menjamin klaim terhadap produknya.

Selanjutnya, Healy menyatakan bahwa akrual diskresi digunakan sebagai *proxy* total akrual. Asumsi yang digunakan adalah akrual non-diskresi relatif kecil terhadap akrual diskresi, sehingga total akrual tinggi mengandung akrual diskresi tinggi. Total akrual dapat dihitung dengan dua cara. *Pertama*,

menghitung perubahan setiap akun neraca yang merupakan subyek akrual; dan *kedua*, menghitung perbedaan antara *net income* dan *cash flow*.

Sesuai dengan PSAK No. 1 menyatakan bahwa “perusahaan harus menyusun laporan keuangan atas dasar akrual, kecuali laporan arus kas” (paragraf 19). Berdasarkan PSAK tersebut, nampak bahwa sebagian besar laporan keuangan yang disajikan oleh pihak manajemen kepada para pengguna (termasuk investor) didasarkan pada akrual. Beaver (2002) juga menunjukkan bahwa dalam manajemen akrual, perusahaan dapat melakukan manajemen laba melalui beberapa karakteristik perusahaan (seperti: *overstate earnings*, *loss avoidance*, dan *income smoothing*). Motivasi manajemen akrual dikelompokkan ke dalam motivasi *opportunistic* dan *signaling*. Motivasi *opportunistic* mendorong manajemen menyajikan laporan keuangan (khususnya laporan laba) lebih tinggi daripada yang sesungguhnya (Penman, 2003). Sedangkan pada motivasi *signaling*, manajemen cenderung *manage* akrual yang mengarah pada persistensi laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002). Hal ini dapat dilakukan dengan cara memperbaiki kualitas laporan keuangan melalui angka-angka akuntansi yang mengarah pada kualitas laba.

Motivasi *opportunistic* dapat dilakukan oleh manajemen melalui kebijakan *aggressive accounting* yang mengarah pada *overstate earnings* (*earnings aggressiveness*) dan *earnings smoothing*. Bhattacharya *et al.* (2003) menyatakan bahwa *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* akan menciptakan *earnings opacity*. Apabila kebijakan manajemen didasari oleh

motivasi *signaling*, maka manajemen melakukan kebijakan akrual yang mengarah pada persistensi laba. Motivasi *signaling* mendorong manajemen menyajikan laporan laba yang dapat mencerminkan laba sesungguhnya. Beberapa literatur menyatakan bahwa *signaling theory* merupakan *effect* yang timbul dari pengumuman laporan keuangan yang ditangkap oleh para pemakai laporan keuangan (terutama investor). *Signaling effect* dihasilkan oleh informasi baru, dan bukan oleh *issue* yang terjadi (Penman, 2003).

Penelitian ini menggunakan *agency theory* (lebih khusus lagi motivasi *signaling*), dengan alasan bahwa publikasi laporan keuangan tahunan yang disajikan oleh perusahaan, apakah dapat memberikan sinyal pertumbuhan dividen (*proxy* dari *cost of equity*). Atas dasar motivasi *signaling*, manajemen terdorong untuk menyajikan laporan laba yang mengarah pada persistensi laba. Persistensi laba merupakan laba yang dapat digunakan sebagai indikator *future earnings*. Persistensi laba yang *sustainable* dinyatakan sebagai laba yang mempunyai kualitas tinggi; sebaliknya jika laba *unsustainable* dinyatakan sebagai laba yang mempunyai kualitas jelek (Penman dan Zhang, 2002). Ketika para pemakai laporan keuangan (terutama investor) memandang laba perusahaan *sustainable*, maka *expected dividend yield* tumbuh secara stasioner (Fama dan French, 2002).

2.1.2. Konsep Persistensi Laba

Penman (2003) membedakan laba ke dalam dua kelompok: *sustainable earnings* (*earnings persistent* atau *core earnings*), dan *unusual earnings* atau *transitory earnings*. Persistensi laba merupakan laba yang mempunyai

kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan secara berulang-ulang (*repetitive*) dalam jangka panjang (*sustainable*). Sedangkan *unusual earnings* atau *transitory earnings* merupakan laba yang dihasilkan secara temporer dan tidak dapat dihasilkan secara berulang-ulang (*non-repeating*), sehingga tidak dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang.

Berdasarkan konsep tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berasal dari komponen-komponen *core operating income*, sedangkan *transitory earnings* berasal dari *unusual items*. Penman (2003) menyatakan bahwa *core operating income* diperoleh dari *core operating income from sales plus core other operating income*. *Core operating income from sales* diperoleh dari *core operating income from sales before tax minus tax on core operating income from sales*. *Core operating income from sales before tax* diperoleh dari *core gross margin minus core operating expenses*. *Core gross margin* diperoleh dari *core sales revenue minus core cost of sales*.

Core operating income (COI) merupakan komponen-komponen pembentuk persistensi laba, secara matematis dapat dirumuskan berikut (Penman, 2003).

$$\begin{aligned} \text{COI} &= \text{COI from sales} + \text{Core other OI} \\ &= (\text{COI from sales before tax} - \text{tax on COI from sales}) + \text{Core other OI} \\ &= (\text{Core GM} - \text{COExp} - \text{tax on COI from sales}) + \text{Core other OI} \\ &= (\text{Core SR} - \text{Core CS} - \text{COExp} - \text{tax on COI from sales}) + \text{Core other OI} \\ \text{Core other OI} &= \text{Equity income in subsidiaries} + \text{Earnings on pension} \\ &\quad \text{assets} + \text{Other income not from sales} \\ \text{GM} &: \text{Gross Margin;} \\ \text{COExp} &: \text{Core Operating Expenses;} \\ \text{SR} &: \text{Sales revenue;} \\ \text{CS} &: \text{Cost of Sales.} \end{aligned}$$

Konsep tersebut juga diterapkan di Indonesia sebagaimana diatur dalam PSAK No. 1 sebagai laba atau rugi dari aktivitas normal perusahaan. Secara rinci, PSAK No. 1 (paragraf 56) menyatakan bahwa laporan laba rugi perusahaan disajikan sedemikian rupa yang menonjolkan berbagai unsur kinerja keuangan yang diperlukan bagi penyajian secara wajar. Laporan laba rugi minimal mencakup pos-pos berikut: (a) pendapatan; (b) laba rugi usaha; (c) beban pinjaman; (d) bagian dari laba atau rugi perusahaan afiliasi dan asosiasi yang diperlakukan menggunakan metode ekuitas; (e) beban pajak; (f) **laba atau rugi dari aktivitas normal perusahaan**; (g) pos luar biasa; (h) hak minoritas; dan (i) laba atau rugi bersih untuk periode berjalan.

Persistensi laba didefinisikan sebagai laba yang dapat digunakan sebagai pengukur laba itu sendiri. Artinya, laba saat ini dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*). Laba yang semakin persisten menunjukkan laba semakin informatif; sebaliknya jika laba kurang persisten, maka laba menjadi kurang informatif (Tucker dan Zarowin, 2006). Persistensi laba sebagai salah satu pengukuran kualitas laba diukur dari *slope coefficient* regresi *current earnings* pada *lagged earnings*. Disamping persistensi laba, kualitas laba juga dapat diukur dari kualitas akrual dan *smoothness* (Dechow dan Dichev, 2002; Francis *et al.*, 2004). Francis menyatakan bahwa atribut-atribut laba berbasis akuntansi dapat digunakan sebagai pengukur kualitas laba. Sedikitnya ada tiga atribut laba yang mempunyai pengaruh kuat memberikan sinyal positif yaitu *accruals quality*, *earnings persistence*, dan *smoothness*.

Nichols dan Wahlen (2004) menyatakan bahwa teori tentang angka laba akuntansi yang mengarah pada persistensi laba tergantung pada tiga asumsi. *Pertama*, teori mengasumsikan bahwa laba (atau lebih luas lagi laporan keuangan) memberikan informasi kepada para pemegang saham tentang profitabilitas saat ini dan ekspektasi periode mendatang. *Kedua*, teori mengasumsikan bahwa profitabilitas saat ini dan periode mendatang memberikan informasi kepada para pemegang saham tentang dividen saat ini dan periode mendatang. *Ketiga*, teori mengasumsikan bahwa harga saham sama dengan nilai sekarang (*present value*) dari ekspektasi dividen periode mendatang. Sementara, Tucker dan Zarowin (2006) menyatakan bahwa keinformasian laba (*earnings informativeness*) dipengaruhi oleh interaksi antara *income smoothing (IS)* dan *accrual quality (ACC)*. Perusahaan yang melaporkan laba lebih *smooth* akan memberikan informasi yang lebih kepada para pemegang saham. Interaksi antara *IS* dan *ACC* memberikan keinformasian laba yang lebih besar daripada interaksi *IS* dan *CFO*.

Beberapa literatur tersebut menunjukkan bahwa pengukuran persistensi laba masih *mixed*. Berdasarkan konsep dan *proxy* persistensi laba yang telah digunakan oleh para peneliti terdahulu, maka konsep persistensi laba dalam penelitian ini mengacu pada persistensi laba berbasis laba dari aktivitas normal perusahaan (*net income before extraordinary items, NIBE*). Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa laba dari aktivitas normal merupakan hasil yang didapat oleh perusahaan selama perusahaan beroperasi secara berkelanjutan. NIBE yang dicapai oleh perusahaan saat ini sangat tergantung

dari total assets yang digunakan oleh perusahaan (total asset periode sebelumnya dan saat ini). Dengan kata lain, NIBE yang dihasilkan saat ini adalah hasil aktivitas dari total assets periode sebelumnya (TA_{t-1}) dan total assets saat ini (TA_t). Dengan demikian persistensi laba berbasis NIBE dapat diukur sebagai berikut (Francis *et al.*, 2004):

$$NIBE_t / TA_t = \alpha + \beta NIBE_{t-1} / TA_{t-1} + \epsilon_t$$

Pada penelitian ini, diasumsikan bahwa NIBE dinyatakan sebagai laba yang persisten, apabila regresi menghasilkan standar deviasi *error* (ϵ_t) kecil ($< 0,05$). Sebaliknya, jika menghasilkan standar deviasi *error* (ϵ_t) $> 0,05$ dinyatakan NIBE tidak dapat digunakan sebagai pengukur persistensi laba.

Mengacu pada konsep dan berdasarkan PSAK yang berlaku di Indonesia, maka pada penelitian ini persistensi laba didasarkan pada konsep *core operating income* (COI) atau laporan laba rugi khususnya pos laba atau rugi dari aktivitas normal perusahaan [PSAK No. 1 paragraf 56 ayat (f)]. Dengan kata lain, persistensi laba diukur dari laba bersih sebelum pos luar biasa (*net income before extraordinary items*, NIBE).

2.1.3. Konsep Keagresifan Laba

Keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) didefinisikan sebagai tindakan manajemen yang mengarah pada kecenderungan menunda pengakuan rugi dan mempercepat pengakuan laba, dan selanjutnya berdampak pada penurunan kualitas laba (Altamuro *et al.*, 2005). *Earnings aggressiveness* merupakan tindakan manajemen yang berhubungan dengan manipulasi laba (Bedard dan Johnstone, 2004). Manipulasi laba dapat dilakukan dengan cara

menaikkan nilai komponen akrual (seperti inventory) dan pada saat yang sama menurunkan biaya, sehingga laporan laba lebih tinggi daripada laba sesungguhnya (Chan *et al.*, 2001). Jika perusahaan melakukan *aggressive accounting*, maka nilai buku sekarang dan laba lebih tinggi, tetapi *forecast* laba menjadi rendah dan biaya modal (dan atau laba normal) meningkat (Kothari, 2001). Kebijakan *aggressive accounting* antara lain dilakukan melalui kebijakan akrual. Motivasi manajemen akrual yang didasari oleh perilaku *opportunistic* berhubungan dengan kompensasi (Beaver, 2002).

Beberapa literatur menunjukkan bahwa *earnings aggressive* diukur dari *level* atau total akrual (Dechow *et al.*, 1995; Barth *et al.*, 2001; Bhattacharya *et al.*, 2003). Secara khusus, Bhattacharya menentukan *earnings aggressiveness* diukur berdasarkan total *accruals* yang diperoleh dari perubahan total *current assets* dikurangi perubahan total *current liabilities*, perubahan kas, depresiasi/amortisasi, ditambah perubahan hutang jangka panjang jatuh tempo saat ini dan perubahan hutang pajak. Semua komponen akrual dibagi total assets tahun sebelumnya.

Pengukuran akrual dapat dibedakan ke dalam dua kelompok yaitu kualitas akrual dan *level* akrual. Kualitas akrual merupakan estimasi dari arus kas operasi periode sebelumnya, saat ini, dan periode yang akan datang pada perubahan modal kerja. Residual dari estimasi tersebut merefleksikan akrual yang tidak berhubungan dengan realisasi *cash flow*; dan standar deviasi dari residual tersebut merupakan kualitas akrual pada *level* perusahaan, dimana standar deviasi tinggi menunjukkan kualitas akrual rendah. Selanjutnya,

kualitas akrual digunakan sebagai pengukur kualitas laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002; Francis, 2004).

Sedangkan level akrual didasarkan pada perubahan modal kerja yang dihitung dari perubahan *account receivable* ditambah perubahan inventory dan assets lain, dikurangi perubahan *account payable* dan perubahan *taxes payable*. Beaver (2002) menyatakan bahwa total (*aggregate*) akrual tidak dapat menangkap pertumbuhan laba jangka panjang dan secara potensial *misspecified*. Dengan kata lain, total (*aggregate*) akrual mengarah pada *earnings opacity* (Bhattacharya *et al.*, 2003).

Berdasarkan konsep tersebut, maka pada penelitian ini keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) diukur atas dasar total (*aggregate*) akrual, sebagaimana digunakan oleh Bhattacharya *et al.* (2003) sebagai berikut:

$$\text{EARN.AGRS}_t = (\Delta \text{CA}_t - \Delta \text{CL}_t - \Delta \text{CASH}_t + \Delta \text{STD}_t - \text{DEP}_t + \Delta \text{TP}_t) / \text{TA}_{t-1}$$

EARN.AGRS_t : Earnings Aggressiveness periode t;

CA_t : Perubahan Current Assets (Current Asset_t – Current Asset_{t-1});

CL_t : Perubahan Current Liabilities (CL_t – CL_{t-1});

Cash_t : Perubahan Cash (Cash_t – Cash_{t-1});

STD_t : Perubahan Short Term Debt (STD_t – STD_{t-1});

DEP_t : Depresiasi dan Amortisasi periode t;

TP_t : Perubahan Tax Payable (TP_t – TP_{t-1});

TA_{t-1} : Total Assets periode t-1;

2.1.4. Konsep Pemoderasi Persistensi Laba

Sesuai dengan konsep pemoderasi (*moderating*) dinyatakan bahwa variabel *moderating* adalah variabel independen yang akan menguatkan atau melemahkan hubungan antara variabel independen lainnya terhadap variabel dependen (Ghozali, 2001). Sharma *et al.* (1981) membedakan variabel *moderator* ke dalam dua tipe, yaitu *quasi moderator* dan *pure moderator*.

Pada model *quasi* dihipotesiskan bahwa variabel prediktor, *moderator*, dan interaksi antara prediktor dan moderator dimasukkan ke dalam model untuk memprediksi variabel *criterion* (dependen). Sedangkan pada model *pure* dihipotesiskan bahwa variabel *moderator* dan variabel interaksi antara prediktor dan moderator dimasukkan ke dalam model untuk memprediksi variabel *criterion* (dependen).

Sharma *et al.* (1981) juga menyatakan bahwa suatu model disebut sebagai *quasi moderator*, apabila variabel *moderator* dan interaksinya dengan prediktor secara statistik signifikan mempengaruhi variabel *criterion* (dependen). Sementara, model dinyatakan sebagai *pure moderator*, jika variabel *moderator* tidak signifikan; tetapi variabel interaksi antara *moderator* dan prediktor signifikan mempengaruhi variabel *criterion* (dependen).

Cheng, Liu, dan Schaefer (1996) membedakan *moderating* menjadi dua model yaitu model kontekstual dan model interaksi. Pada model kontekstual, variabel pemoderasi tidak dimasukkan ke dalam model regresi, sehingga dalam model regresi hanya memasukkan model asli ditambah interaksi antara variabel pemoderasi dan variabel asli. Sutopo (2001) mengacu pada Cheng *et al.* (1996) menggunakan model kontekstual untuk menguji dampak pemoderasi perataan laba terhadap kandungan informasi inkremental arus kas. Sutopo menyatakan bahwa perbedaan antara model kontekstual dan model interaksi adalah terletak pada variabel interaksi yang dimasukkan ke dalam model. Pada model kontekstual, hanya variabel interaksi saja yang ditambahkan pada model model asli. Sedangkan pada model interaksi, baik

variabel interaksi maupun variabel pemoderasi secara individual ditambahkan ke dalam model asli. Namun demikian pengujian model kontekstual juga menggunakan model interaksi.

Berdasarkan konsep tersebut, maka pada penelitian ini persistensi laba digunakan sebagai variabel *moderating* (lebih khusus lagi sebagai *quasi moderator*) dengan model interaksi. Dengan demikian model regresi interaksi dengan tipe *quasi moderator* terdiri dari prediktor, moderator, dan interaksi antara moderator dan prediktor. Pada penelitian ini, keagresifan laba diposisikan sebagai predictor; sedangkan persistensi laba diposisikan sebagai moderator.

Persistensi laba diposisikan sebagai variabel moderating didasarkan pada argumentasi bahwa jika laba membawa keinformasian mengenai laba periode mendatang (persisten), maka persistensi laba tersebut dapat menurunkan *earnings opacity* yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*, sehingga interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan negatif. Sebaliknya, jika laba tidak membawa keinformasian mengenai laba periode mendatang (laba tidak persisten), maka laba tersebut akan meningkatkan *earnings opacity*, sehingga interaksi antara laba yang tidak persisten dan *earnings aggressiveness* adalah positif.

Secara konseptual, laba berbasis NIBE lebih persisten daripada laba berbasis akrual; karena akrual merupakan bagian dari NIBE selama perusahaan beraktivitas secara normal. Namun demikian, perlu dilakukan pengujian untuk membuktikan mana yang lebih persisten, laba berbasis NIBE

ataukah laba berbasis akrual. Pengujian tersebut dilakukan dalam dua tahap berikut. *Pertama*, masing-masing *proxy* persistensi laba (berbasis NIBE dan kualitas akrual) diuji dengan model regresi untuk mengetahui standar deviasi residual yang paling kecil (rendah). *Kedua*, kemampuan persistensi laba sebagai pemoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

Laba diasumsikan persisten apabila hasil pengujian menghasilkan dua hal berikut. *Pertama*, standar deviasi residual terkecil dari hasil regresi antara laba berbasis NIBE dan berbasis kualitas akrual. *Kedua*, persistensi laba mampu memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Persistensi laba dinyatakan berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas, jika mampu memperlemah atau memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas. Interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Sebaliknya, jika interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness* memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, maka laba tersebut tidak persisten atau memperkuat keaburan laba.

2.1.5. Konsep Biaya Ekuitas

Mengacu pada laporan keuangan, khususnya neraca (*balance sheet*) nampak bahwa pada sisi kiri menyajikan aktiva (*assets*) dan sisi kanan menyajikan kewajiban dan ekuitas. Setiap item atau pos neraca pada sisi kanan memerlukan biaya (*cost*). Biaya untuk pos kewajiban (utang) berupa

biaya bunga; sedangkan biaya untuk pos ekuitas (*equity*) berupa dividen. Brigham (1983) menyatakan bahwa setiap komponen ekuitas memerlukan biaya yang didefinisikan sebagai komponen biaya sesuai jenis modal atau ekuitas. Komponen penting dalam ekuitas adalah *preferred stock* dan *common equity*; dimana dua komponen ini biaya ekuitasnya berupa dividen (*preferred dividend* dan *common dividend*). Dengan demikian biaya modal (dalam hal ini *cost of equity*) adalah jumlah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham.

Estimasi *cost of equity* dapat dilakukan dengan berbagai pendekatan, antara lain: *capital asset pricing model* (CAPM), *earnings growth model*, dan *dividend yield plus growth rate* (*dividend growth model*). Pendekatan CAPM lebih banyak digunakan dalam teori pasar modal, lebih khusus lagi teori portofolio. Pada pendekatan *earnings growth model* diasumsikan bahwa dalam jangka panjang perubahan *abnormal earnings growth* sama dengan *zero* ($agr = 0$), sehingga *cost of equity* adalah jumlah dari dividend dan perubahan *earnings per share*. Sedangkan pada pendekatan *dividend growth model* lazim digunakan sebagai dasar penilaian (*foundation of valuation*) untuk menentukan jumlah dividen kas yang harus dibayar oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Secara rinci, tiga pendekatan penentuan *cost of equity* disajikan berikut.

2.1.5.1. Penentuan *Cost of Equity* berbasis CAPM

Pada pendekatan CAPM didasarkan pada teori portofolio yang dibangun oleh Markowitz, diperlukan beberapa asumsi berikut: (1) seluruh investor

dapat meminjam dan meminjamkan uang pada tingkat return bebas risiko (*risk-free rate of return, RF*); (2) seluruh investor mempunyai probabilitas yang identik untuk *rate of return* periode mendatang; (3) seluruh investor mempunyai satu periode *time horizon* sama; (4) tidak ada biaya transaksi; (5) tidak ada pajak pendapatan personal, investor adalah *indifferent* antara *capital gain* dan *dividend yield*; (6) tidak ada inflasi; (7) terdapat banyak investor dan tidak ada seorang investor yang dapat mempengaruhi harga; (8) pasar modal dalam kondisi *equilibrium*.

Asumsi-asumsi tersebut berlaku dalam CAPM, dimana CAPM adalah model keseimbangan (*equilibrium*) yang menghubungkan dua hal penting yaitu *capital market line* (CML) dan *security market line* (SML). CML menggambarkan kondisi bahwa efisiensi portofolio pasar merupakan portofolio optimal dari *risky asset* dan *risk-free asset*, sehingga investor akan melakukan portofolio assetnya pada CML. CML merupakan *trade-off* antara *expected return* dan risiko pada portofolio efisien, dan *trade-off* ini merupakan slope CML yang diformulasikan berikut. Slope CML = $[E(R_M) - RF] / \sigma_M$. Dengan demikian garis CML dapat dirumuskan berikut (Jones, 2004):

$$E(R_P) = RF + [E(R_M) - RF] / \sigma_M * \sigma_P;$$

dimana:

- $E(R_P)$ = Expected return dari beberapa portofolio efisien pada CML;
- RF = rate of return pada risk free asset;
- $E(R_M)$ = expected return pada portofolio pasar, M
- σ_M = standar deviasi return pada portofolio pasar;
- σ_P = standar deviasi portofolio efisien.

Sedangkan SML merupakan *trade-off* dari *risk-return* dalam kondisi *equilibrium* pasar modal, sehingga investor harus bertahan pada portofolio pasar. Dengan demikian investor mensyaratkan tingkat return tertentu (*required rate of return*) untuk meng-*cover* risiko yang relevan. Secara formal, CAPM menghubungkan *expected rate of return* dengan risiko yang relevan (umumnya diukur dengan *beta*, β_i). Hubungan antara *expected return* dan *beta* dapat dirumuskan berikut (Jones, 2004):

$$k_i = \text{Risk-free rate} + \text{Risk premium}$$

$$= R_F + \beta_i [E(R_M) - R_F]$$

dimana:

$$k_i = \text{required rate of return asset}_i$$

$$E(R_M) = \text{Expected rate of return pada portofolio pasar}$$

$$\beta_i = \text{koefisien beta asset}_i$$

Selanjutnya, estimasi terhadap saham individual dapat dilakukan dengan estimasi *beta* atas dasar model pasar (identik dengan model indeks tunggal) dengan model persamaan berikut (Jones, 2004):

$$R_i = \beta_i + \beta_i R_M + \epsilon_i$$

dimana:

$$R_i = \text{return (total return) saham}_i$$

$$R_M = \text{return pasar (market index)}$$

$$\beta_i = \text{slope term}$$

$$\epsilon_i = \text{random residual error}$$

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa CAPM dapat digunakan terutama untuk penentuan return dan risiko portofolio serta diversifikasi dari setiap investasi saham individual. Dengan kata lain, jika

dividen digunakan sebagai dasar penentuan biaya modal (*cost of equity*) oleh pihak manajemen, maka pendekatan CAPM kurang tepat.

2.1.5.2. Penentuan *Cost of Equity* berbasis *Price Earnings Growth Model*

Pada pendekatan ini, penentuan *cost of equity* didasarkan pada *price earnings growth model*. Easton (2004), dan Easton dan Monahan (2005) mengacu pada model Ohlson dan Nauroth (2000) mengembangkan model penentuan *cost of capital* berbasis *price earnings growth ratio (rPEG)*. Model ini diawali dengan asumsi tidak ada arbitrase berikut (Easton, 2004):

$$P_0 = (1 + r)^{-1} [P_1 + \text{dps}_1]$$

dimana

P_0 = *current, date t = 0, price per share;*

P_1 = *expected, date t = 1, price per share;*

dps_1 = *expected dividend per share, date t = 1;*

r = *expected rate of return dan $r > 0$ adalah fixed constant.*

Price earnings growth ratio (rPEG) merupakan rasio antara PE ratio ($=P_0 / \text{eps}_1$) dibagi dengan *short term growth in earnings* dihitung dari $100 * [(\text{eps}_2 - \text{eps}_1) / \text{eps}_1]$. Asumsi berikutnya, bahwa perubahan *abnormal earnings growth* adalah *zero* ($agr = 0$); dimana *agr* adalah perbedaan antara laba akuntansi dan laba ekonomi. Berdasarkan asumsi ini, maka nilai P_0 dan *rPEG* dapat diformulasikan berikut (Easton dan Monahan, 2005):

$$P_0 = [\text{eps}_2 + r\text{dps}_2 - \text{eps}_1] / r^2$$

$$rPEG = (\text{eps}_2 + r\text{dps}_1 - \text{eps}_1) / P_0$$

Pada analisis selanjutnya, pendekatan *cost of equity* berbasis *rPEG* ini digunakan sebagai pendekatan alternatif untuk menguji kekuatan model penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Pembahasan secara

rinci mengenai penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth model* disajikan berikut.

2.1.5.3. Penentuan *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Alternatif ketiga penentuan biaya modal adalah *dividend growth model*. Pada pendekatan ini, diasumsikan bahwa *required rate of return* sangat tergantung dari besarnya dividen yang dibayar oleh perusahaan kepada para pemegang saham biasa (*common stock*). Dividen adalah hak para pemegang saham, ketika perusahaan mendapatkan laba. Karena perhitungan laba umumnya dilaporkan pada setiap akhir tahun (dalam hal ini laporan keuangan tahunan), maka besarnya dividen juga diperhitungkan setiap akhir tahun. Besarnya dividen yang dibayar oleh perusahaan tersebut merupakan *cost of equity*. Apabila perusahaan telah beroperasi beberapa tahun, maka sangat dimungkinkan besarnya laba yang didapat mengalami perubahan, sehingga besarnya dividen juga mengalami perubahan.

Perubahan dividen dari satu periode ke periode berikutnya lazim disebut sebagai pertumbuhan (*growth*). Selanjutnya, pertumbuhan dividen digunakan sebagai dasar penilaian untuk menentukan besarnya dividen yang dibayar kas oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Karena hanya dividen kas (*cash dividend*) yang dibayar secara langsung oleh perusahaan kepada para pemegang saham, maka penilaian dividen didasarkan pada teknik *discounted cash flow*. *Stream* dividen yang mendasarkan pada teknik ini lazim disebut sebagai *dividend discounted model* (DDM).

Jones (2004) menyatakan bahwa model pertumbuhan dividen dapat diklasifikasikan ke dalam tiga kelompok yaitu: *zero-growth rate model*, *constant-growth model*, dan *multiple-growth model*. Pada *zero-growth rate model* dinyatakan bahwa *stream* dividen dengan tingkat pertumbuhan *zero* dihasilkan dari satu jumlah dividen tetap sama dengan dividen saat ini, D_0 yang dibayar setiap tahun. *Stream* dividen dengan *zero growth model* dapat digambarkan berikut (Jones, 2004):

$$\frac{D_0 + D_0 + D_0 + D_0 + \dots + D_0}{0 \quad 1 \quad 2 \quad 3 \quad + \dots +} \quad \frac{\text{Dividend stream}}{\text{Time period}}$$

Pada *constant-growth model*, dividen diharapkan tumbuh pada tingkat pertumbuhan konstan (normal) dalam jangka waktu yang relatif lama. *Stream* dividen *constant growth model* dapat digambarkan berikut (Jones, 2004):

$$\frac{D_0 + D_0(1+g)^1 + D_0(1+g)^2 + \dots + D_0(1+g)^n}{0 \quad 1 \quad 2 \quad + \dots +} \quad \frac{\text{Dividend stream}}{\text{Time period}}$$

Stream pertumbuhan dividen yang ketiga adalah *multiple growth rate*. Pada *multiple-growth model*, *stream* pertumbuhan dividen berubah-ubah (*variable rate*) dari waktu ke waktu. Dengan kata lain, pertumbuhan dividen dari periode satu ke periode lainnya tidak sama. Kenyataannya, banyak perusahaan yang tumbuh secara cepat pada tahun-tahun tertentu, kemudian secara perlahan menurun sampai dengan ke tingkat rata-rata pertumbuhan; bahkan pada periode tertentu tidak membayar dividen. Pertumbuhan ini merupakan *stream* dividen dengan *multiple growth rate* yang dapat digambarkan dalam *model* berikut (Jones, 2004):

$$\frac{D_0 + D_1 = D_0(1+g_1) + D_2 = D_1(1+g_1) + D_3 = D_2(1+g_2) + D_4 = D_3(1+g_2)}{0 \quad 1 \quad 2 \quad + \quad 3 \quad 4}$$

$$\frac{D_5=D_4(1+g_3)}{5} \frac{D_6=D_5(1+g_3)+\dots+D}{6} \frac{D}{+ \dots +} \frac{D}{-1(1+g_3)} \frac{\text{Dividend stream}}{\text{Time period}}$$

Berdasarkan gambar tersebut nampak bahwa pertumbuhan dividen setiap periode berubah-ubah. Misalnya, dividen pada tahun pertama dan kedua (D_1 dan D_2) perubahan dividen relatif sama, maka pertumbuhan dividen tahun 1 dan 2 diasumsikan sama (g_1); namun pertumbuhan pada tahun 3 dan 4 berubah, maka pertumbuhan dividen menjadi g_2 , dan seterusnya.

Mengacu pada konsep dan fenomena umum yang terjadi secara rata-rata pada perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa pertumbuhan dividen berubah-ubah, maka konsep penentuan *cost of equity* lebih tepat menggunakan *dividend growth model*, terutama *multiple-rate model*. Berdasarkan pendekatan *multiple growth-rate model*, maka besarnya *cost of equity* setiap periode dapat diformulasikan berikut (Jones, 2004):

$$CoE_t = D_t + D_t(1+g_t)$$

CoE_t : Cost of equity periode t ;

D_t : Dividen periode t ;

g_t : pertumbuhan dividen (*growth*) periode t ;
 $= [(D_t - D_{t-1}) / D_{t-1}]$

2.1.6. Konsep Variabel Kontrol

Pada penelitian ini variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model regresi, adalah besaran perusahaan (*SIZE*). Mengacu pada penelitian terdahulu, seperti Desai *et al.* (2004), Easton (2004), Francis *et al.* (2004), Easton dan Monahan (2005), Tucker dan Zarowin (2006) menunjukkan bahwa *SIZE* sebagai *proxy* risiko telah diketahui mempengaruhi *cost of equity*. Sebagian besar peneliti terdahulu mengukur *SIZE* dari *log market value* atau

Created with

market capitalization pada akhir tahun sebelumnya, $t-1$ (Easton, 2004; Francis *et al.*, 2004; Easton dan Monahan, 2005). Para peneliti tersebut menunjukkan hasil berbeda, misalnya Easton (2004) menunjukkan bahwa SIZE secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*. Hasil tersebut konsisten dengan Francis *et al.* (2004); tetapi bertentangan dengan Easton dan Monahan (2005) menunjukkan bahwa SIZE tidak signifikan terhadap *cost of equity*. Pada penelitian ini, SIZE diukur dari *log market value* atau *market capitalization* pada akhir tahun sebelumnya, $t-1$ (Easton, 2004; Francis *et al.*, 2004; Easton dan Monahan, 2005) diprediksikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

2.2. Penelitian Terdahulu

2.2.1. Studi hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*

Francis *et al.* (2004) mengukur persistensi laba (*earnings persistence*) dari *slope coefficient* regresi *current earnings* pada *lagged earnings*. Persistensi laba digunakan sebagai satu pengukuran kualitas laba berbasis akuntansi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa persistensi laba secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Pada sisi lain, Hanlon (2005) menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai perbedaan besar dalam perubahan hutang pajak, dapat memberikan informasi mengenai persistensi *current earnings* dan mempunyai kemampuan prediktif *future earnings* serta memberikan informasi tambahan bagi investor dalam menguji

informasi *book-tax differences*. Namun penelitian ini tidak dihubungkan dengan *dividend yield* atau *cost of equity*.

Tucker dan Zarowin (2006) menggunakan pendekatan *earnings per share* untuk mengukur persistensi laba. Estimasi hubungan antara *current* dan *future earnings* dengan menggunakan interaksi antara *earnings per share* dan *income smoothing*. Jika *income smoothing* memperbaiki keinformasian laba, maka hubungan antara *current* dan *future earnings* semakin kuat (persistensi laba meningkat). Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara *earnings per share* dan *income smoothing* secara statistik signifikan berhubungan positif. Hasil ini mengkonfirmasi bahwa *income smoothing* memperkuat persistensi laba. Interaksi antara *earnings per share* dan *income smoothing* juga terbukti berpengaruh positif terhadap *dividend stock return*.

Pada pendekatan berikutnya, Tucker dan Zarowin mengukur persistensi laba atas dasar estimasi hubungan antara *earnings response coefficient* (ERC) dan *future earnings response coefficient* (FERC). Mengacu pada model Collins, Kothari, Shanken dan Sloan (CKSS) 1994, maka persistensi laba merupakan hubungan dari UX_t dan $E_t(X_{t+k})$; dimana UX_t adalah perbedaan antara laba realisasi tahun sekarang dengan laba harapan (*expected earnings*) awal tahun. Sedangkan $E_t(X_{t+k})$ adalah perubahan ekspektasi antara laba awal dan akhir periode yang akan datang (*future earnings*). Koefisien pada ERC dan FERC diprediksikan positif. Hasil pengujian menunjukkan ERC dan FERC secara statistik berhubungan positif. Hasil ini mengindikasikan bahwa *current earnings* membawa informasi mengenai *future earnings* yang

terkandung dalam *dividend stock return*. Selanjutnya, Tucker dan Zarowin memasukkan *income smoothing* (IS) dalam interaksinya dengan ERC dan FERC. Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara IS dan ERC secara statistik signifikan berpengaruh terhadap *dividend stock return*; demikian pula interaksi antara IS dan FERC. Hasil ini mengindikasikan bahwa *income smoothing* memperbaiki persistensi laba (ERC dan FERC).

Pada periode sebelumnya, akrual digunakan untuk menguji persistensi laba dan dihubungkan dengan reaksi pasar (return saham). Misalnya, Wilson (1987) menunjukkan bahwa total akrual dan arus kas operasi secara bersama-sama mempunyai informasi inkremental yang terkandung dalam laba, dan komponen-komponen akrual secara signifikan berhubungan positif dengan return saham. Pada saat menjelang (sembilan hari sebelum) pengumuman laporan keuangan, menunjukkan akrual modal kerja tidak signifikan berhubungan dengan return saham. Hasil penelitian Wilson tidak konsisten dengan Sloan (1996); dimana Sloan menunjukkan bahwa komponen *accruals* mempunyai persistensi laba yang lebih rendah daripada *cash flows*. Sloan juga menunjukkan bahwa investor gagal untuk mengantisipasi *lower (higher)* persistensi laba yang diatribusikan oleh *accruals (cash flow)*.

Sloan (1996) mengacu model Jones (1991) dan Dechow *et al.* (1995) memasukkan komponen perubahan hutang pajak sebagai pengurang perubahan *current assets* untuk menentukan total akrual. Total akrual digunakan sebagai dasar untuk menentukan besarnya laba (*earnings*); dimana *earnings* merupakan jumlah dari total akrual dan arus kas. Hasil analisis

menunjukkan bahwa *accruals* dan *cash flow* secara signifikan berhubungan negatif; sedangkan *accruals* berhubungan positif dengan kinerja laba.

Dechow dan Dichev (2002) mengacu Sloan (1996) menggunakan *accounting accruals* untuk mengukur kualitas laba. Asumsi yang digunakan adalah kualitas akrual berhubungan positif dengan *earnings persistence*, dimana *earnings persistence* merupakan salah satu pengukuran kualitas laba. Dechow dan Dichev memperluas pengukuran akrual dari aspek kualitas akrual modal kerja dan kualitas laba. Kualitas akrual modal kerja diukur dengan meregres arus kas tahun sebelumnya, arus kas tahun sekarang, dan arus kas tahun berikutnya; dan laba merupakan jumlah dari *accruals* dan *cash flow*. Residual dari regresi menunjukkan bahwa akrual tidak berhubungan dengan realisasi *cash flow*, dan standar deviasi dari residual merupakan ukuran kualitas akrual; dimana standar deviasi tinggi menunjukkan kualitas rendah. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hubungan standar deviasi residual dan persistensi menunjukkan arah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa kualitas akrual dan persistensi laba mempunyai hubungan positif. Juga ditemukan bahwa hubungan antara kualitas akrual dan persistensi laba lebih kuat daripada hubungan antara *level* akrual dan persistensi laba.

2.2.2. Studi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*

Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. *Earnings aggressiveness* diukur berdasarkan pendekatan total akrual; dimana total akrual diperoleh dari perubahan total *current assets* dikurangi perubahan total

current liabilities, perubahan kas perusahaan, dan depresiasi/ amortisasi, serta ditambah perubahan hutang jangka panjang jatuh tempo saat ini dan perubahan hutang pajak. Sedangkan *cost of equity* diukur berdasarkan *dividend yield model*.

Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa kualitas akrual secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Kualitas akrual diukur dari residual hasil regresi akrual modal kerja (model Dechow dan Dichev, 2002; Sloan, 1996; Dechow *et al.*, 1995; dan modifikasi model Jones, 1991). Residual semakin besar menunjukkan kualitas akrual semakin jelek, sebaliknya semakin kecil residual menunjukkan kualitas akrual semakin baik. Sedangkan *cost of equity* diukur dari dua pendekatan *expected return* dan *price earnings growth*. Pendekatan *expected return* diperoleh dari *target price* (TP), *forecast* dividen periode mendatang (DIV), dan pertumbuhan dividen (g). Pendekatan ini juga digunakan oleh Botosan dan Plumlee (2002). Sedangkan pendekatan kedua, *cost of equity* diukur dari *price earnings growth* (model Easton, 2004). Atas dasar dua pendekatan tersebut, kualitas akrual secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

Chan *et al.* (2001) menggunakan akrual sebagai dasar untuk mengukur kualitas laba. Kualitas laba yang digunakan juga relatif sama dengan para peneliti lainnya yaitu *accounting accruals*. *Accounting accruals* merupakan indikator penting dalam mengukur kualitas laba. Kualitas laba diproksi dengan akrual yang direfleksikan oleh *future stock return*. Pengukuran kualitas laba didasarkan pada tiga komponen akrual yaitu perubahan *inventory*, *account*

receivable, dan *account payable*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *current assets* mendominasi modal kerja diikuti *inventory* dan *account receivable*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa akrual dan *stock return* terjadi hubungan negatif. Peningkatan laba yang disebabkan oleh tingginya akrual dinyatakan sebagai *low-quality earnings* dan berhubungan dengan *poor future return*. Dari masing-masing items akrual, menunjukkan bahwa perubahan utang dagang, *inventory* dan piutang dagang berhubungan negatif dengan *future return*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Barth *et al.* (2001).

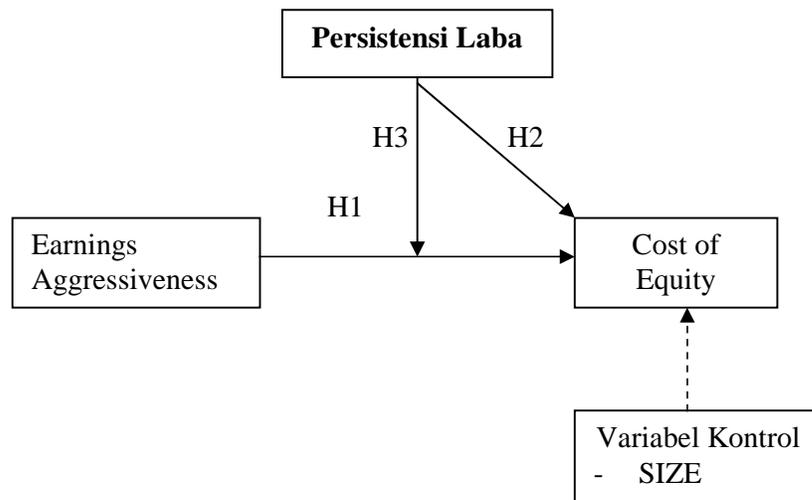
Pada perkembangan berikutnya, penelitian akrual juga dilakukan oleh Desai *et al.* (2004) menunjukkan bahwa fenomena *Value-glamour stock* dicirikan dengan perusahaan yang pertumbuhan salesnya pada akhir periode rendah, atau rasio *book-to-market* (B/M), *earnings-to-price* (E/P), dan *cash-to-price* (C/P) tinggi yang direaksi oleh investor secara optimistik, karena investor menilai perusahaan mempunyai laba dan pertumbuhan yang kuat pada akhir periode. Pengukuran akrual seperti yang digunakan oleh Sloan (1996). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa arus kas operasi dideflasi dengan harga (CFO/P) merupakan variabel yang paling dominan daripada proksi *value-glamour* lainnya dan akrual dalam memprediksi *abnormal return*.

2.2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan teori keagenan (khususnya motivasi *signaling*) dan literatur-literatur pendukung lainnya, maka kerangka pemikiran teoritis (KPT) mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings*

aggtessiveness dan *cost of equity* dapat digambarkan pada Model Teoritikal Dasar seperti gambar 2.3 berikut.

Gambar 2.3:
Model Teoritikal Dasar
Peran Persistensi Laba terhadap Hubungan antara
Earnings Agressiveness* dan *Cost of Equity



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

Berdasarkan Gambar 2.3 tersebut nampak bahwa variabel dependen adalah biaya ekuitas (*cost of equity*); sedangkan predictornya (variable independen) *earnings aggressiveness*. Persistensi laba berfungsi sebagai pemoderasi (khususnya sebagai *quasi moderator*) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

Pada Gambar 2.3 tersebut terdapat tiga hipotesis, yaitu H1 s/d H3 dimana hipotesis-hipotesis tersebut menunjukkan variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity*. Pada Gambar 2.3 tersebut, nampak bahwa variabel SIZE diposisikan sebagai variabel kontrol. Berdasarkan kerangka pemikiran dan konsep *moderating* tersebut, pada

Created with

penelitian ini persistensi laba diposisikan sebagai *quasi moderator* dengan model *interaksi*. Persistensi laba disamping sebagai variabel yang mempengaruhi secara langsung terhadap *cost of equity*, juga sebagai variabel interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (EARPRST*EARAGRS).

Sebagai perluasan uji model, variabel pemoderasi (persistensi laba) diposisikan sebagai *pure moderator*. Uji model ini dimasukkan untuk mengidentifikasi apakah persistensi laba tepat sebagai *quasi* ataukah *pure moderator*. Perluasan uji model selanjutnya adalah model regresi *kontekstual*. Model regresi *kontekstual* ini digunakan untuk menguji kekuatan model (*robustness test*) dari model *interaksi*.

BAB III

TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

3.1. Tujuan Penelitian

Penelitian ini mempunyai tujuan utama untuk memperluas penelitian sebelumnya mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas. Secara rinci, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- (1) Menguji pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*.
- (2) Menguji pengaruh persistensi laba terhadap *cost of equity*.
- (3) Menguji pengaruh interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*.

3.2. Manfaat Penelitian

Kontribusi utama penelitian ini adalah perluasan penelitian, terutama peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Kontribusi penelitian ini dijabarkan sebagai berikut.

Pertama, penelitian ini diharapkan memberikan sumbangan secara teoritis, terutama pengembangan model prediksi terhadap biaya ekuitas. Pada model ini, variabel persistensi laba diposisikan sebagai variabel moderating (khususnya interaksi). Interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan mampu memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil pengujian model diharapkan bermanfaat sebagai dasar penelitian mendatang, khususnya penggunaan model

interaksi berbasis *quasi moderator* mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Perluasan uji model yang digunakan dalam penelitian ini juga diharapkan sebagai dasar pengujian konsep pengukuran persistensi laba dan biaya ekuitas; sehingga *proxy* pengukuran dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai arah untuk penelitian mendatang.

Kedua, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi secara praktis, terutama bagi para pemakai laporan keuangan dalam menganalisis dan memutuskan investasinya ke dalam perusahaan melalui instrumen pasar modal (khususnya saham). Bagi manajemen diharapkan dapat memberikan manfaat dalam rangka menyajikan laporan laba, khususnya standar deviasi residual NIBE dari satu periode ke periode lainnya. Bagi manajemen, hasil penelitian ini juga diharapkan sebagai masukan dalam penentuan biaya modal, khususnya biaya ekuitas (*cost of equity*).

Ketiga, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi secara organisasional, terutama bagi pengambil kebijakan (seperti penyusun standar akuntansi keuangan dan Bapepam) untuk menambah penjelasan pada laporan keuangan tahunan, khususnya tambahan penjelasan pada *foot-note* laporan keuangan berupa items rasio NIBE/TA.

BAB IV

METODE PENELITIAN

Dalam bab ini disajikan metode penelitian yang meliputi: (1) populasi dan sampel penelitian; (2) jenis dan sumber data; (3) definisi operasional dan pengukuran variabel; (4) teknik analisis; (5) pengujian asumsi klasik; dan (6) uji model dan uji hipotesis. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 2004-2006, selain sektor property dan keuangan. Sampel penelitian meliputi: (a) sampel penelitian atas dasar dividen; dan (b) sampel penelitian atas dasar *trading volume activity*. Jenis dan sumber data diperoleh dari data sekunder yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Indonesian Capital Market Directory* dan *Harian Bisnis Indonesia*. Teknik analisis menggunakan *multiple regression* (regresi berganda) berdasarkan model regresi *interaksi* tipe *quasi moderator*. Secara rinci, metode penelitian disajikan berikut.

4.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan selain sektor property dan sektor keuangan, dan saham perusahaan terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tiga tahun terakhir (2004 – 2006). Sektor *property* dan keuangan tidak dimasukkan dalam populasi penelitian didasarkan pada alasan berikut. *Pertama*, usaha dari dua sektor tersebut lebih cenderung ke sektor jasa, sehingga kebijakan akuntansi yang terkait dengan akrual relatif

terbatas. *Kedua*, laporan keuangan dari dua sektor tersebut tidak menyajikan items atau pos akrual modal kerja (khususnya persediaan).

Prosedur pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*. Sampel penelitian dipilih berdasarkan pada kriteria-kriteria berikut. *Pertama*, Perusahaan selain sektor property dan keuangan yang terdaftar selama tiga tahun terakhir (2004 – 2006). *Kedua*, perusahaan yang melakukan publikasi laporan keuangan selambat-lambatnya 4 bulan sejak tanggal laporan keuangan (sesuai PSAK No. 1 paragraf 38). *Ketiga*, pada saat publikasi laporan keuangan, perusahaan mencantumkan besaran pembagian dividen. *Keempat*, tidak terdapat data *outliers*.

4.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data tersebut termasuk data sekunder diperoleh dari publikasi laporan keuangan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2006, dan *Harian Bisnis Indonesia* 2006 dan 2007 terbitan Januari - April. Data yang diperlukan berupa: (1) items laporan keuangan yang sesuai dengan variabel penelitian; dan (2) besaran dividen yang dibagi.

Items laporan keuangan didapat dari neraca dan laporan laba-rugi. Items yang bersumber dari neraca meliputi pos-pos berikut: (1) Kas dan setara kas; (2) Aktiva lancar (*current assets, CA*); (3) Kewajiban lancar (*current liabilities, CL*); (4) Utang jangka panjang yang jatuh tempo tahun berjalan (*short term debts, STD*); (5) Utang pajak (*tax payable, TP*); (6) Penyusutan (*depreciation, Dep*); (7) Total aktiva (*total assets, TA*); (8) Ekuitas (*Equity*). Items yang

bersumber dari laporan laba-rugi meliputi: (1) Laba dari aktivitas normal (*Net income before extraordinary items, NIBE*); dan (2) Dividen.

4.3. Definisi Operasional Dan Pengukuran Variabel

4.3.1. Definisi Operasional Variabel

Sesuai dengan teori dan konsep yang telah disajikan di muka, pada sub-bab ini disajikan definisi operasional variabel yang meliputi persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan *cost of equity* serta *size*, dan *book-to-market ratio*. Secara rinci, definisi operasional variabel dapat dijelaskan berikut.

Persistensi laba merupakan laba yang mempunyai kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan secara berulang-ulang (*repetitive*) dalam jangka panjang (*sustainable*). Pada penelitian ini, persistensi laba diukur dengan dua pendekatan, yaitu persistensi laba berbasis NIBE dan persistensi laba berbasis akrual. Laba dinyatakan persisten, jika hasil regresi NIBE menghasilkan *error* atau residual () yang relatif kecil; atau regresi kualitas akrual yang menghasilkan standar deviasi residual kecil. Persistensi laba berfungsi sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* (MODERAT). MODERAT merupakan interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (EAR.PRST*AGRS).

Earnings aggressiveness didefinisikan sebagai tindakan manajemen yang mengarah pada kecenderungan menunda pengakuan rugi dan mempercepat pengakuan laba, dan selanjutnya berdampak pada penurunan kualitas laba. *Earnings aggressiveness* juga merupakan tindakan manajemen

yang berhubungan dengan manipulasi laba dengan cara menaikkan nilai komponen-komponen akrual dan pada saat yang sama menurunkan biaya, sehingga laba yang dilaporkan lebih tinggi daripada laba sesungguhnya. Pada penelitian ini, *earnings aggressiveness* menggunakan pendekatan total akrual.

Biaya modal (*cost of equity*) didasarkan pada pendekatan *dividend growth model* (khususnya *multiple growth-rate model*) dan *price earnings growth model*. Biaya modal (berbasis *dividend*) adalah jumlah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham (khususnya dividen saham biasa). Pendekatan *cost of equity* berbasis *dividend growth* (COE.DIV) digunakan pada model regresi *Utama*; sedangkan *cost of equity* berbasis *price earnings growth* (COE.rPEG) digunakan pada model regresi *Alternatif*.

Pada penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan adalah besaran perusahaan (SIZE). Peningkatan nilai asset merupakan sinyal terhadap besaran perusahaan (SIZE). Jika SIZE meningkat, diharapkan laba perusahaan meningkat, dan diharapkan dividen juga meningkat. Pengukuran SIZE berbasis asset didasarkan pada argumentasi bahwa manajemen melalui kebijakan akrual dapat meningkatkan nilai asset perusahaan (terutama assets operasi).

4.3.2. Pengukuran Variabel

Berdasarkan telaah teoritis dan hasil penelitian sebelumnya, serta KPT pada Gambar 2.3 dan penjelasannya, maka secara ringkas pengukuran variabel dalam penelitian ini disajikan pada tabel 3.3 berikut.

Tabel 3.3:
Pengukuran Variabel

VARIABEL	DIMENSI	Pengukuran	Referensi
PERSISTENSI LABA	• NIBE	• $NIBE_t / TA_t = + NIBE_t / TA_{t-1} + CFO = NIBE - TA_{krual}$	• Francis <i>et al.</i> (2004); Ecker <i>et al.</i> (2006)
EARNINGS Aggressiveness	• Earnings aggressiveness (AGRS)	• $AGRS = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta STD_t - DEP_t + \Delta TP_t) / TA_{t-1}$	• Bhattacharya <i>et al.</i> (2003).
COST OF EQUITY	• Dividend Growth	• $CoE_t = D_t + D_t(1+g_t)$	• Jones (2004)
INTERAKSI PERSISTENSI LABA DAN EARNINGS AGGRESSIVENES	• MODERAT	NIBE*AGRS	Francis <i>et al.</i> (2004)
VARIABEL KONTROL	• <i>Size</i>	Size = log market value tahun t-1.	Francis <i>et al.</i> (2004); Easton dan Monahan (2005).

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

4.4. Teknik Analisis

Teknik analisis pada model regresi *pertama* dilakukan terhadap variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Teknik analisis ini menggunakan model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* dengan formulasi sebagai berikut.

$$COE.DIV = \beta_0 + \beta_1 PRSTNIBE + \beta_2 EAR.AGRS + \beta_3 MODERAT + \beta_4 SIZE + \dots \quad (1)$$

COE.DIV : *Cost of Equity* berbasis *dividend growth model*;

PRSTNIBE : *Earnings Persistence* berbasis NIBE;

EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;

MODERAT : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;

SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log market value*; dan

: *Error term*.

4.5. Pengujian Asumsi Klasik

Pada model regresi linier dengan teknik *ordinary least squares* (OLS) diperlukan uji asumsi klasik: uji normalitas *errors*, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi seperti disajikan sebagai berikut.

(1) Uji normalitas *error* (*residual*)

Pengujian normalitas *errors* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Jarque-Bera test* dengan rasio *skewness* dan *kurtosis*. Rasio *skewness* dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 2003).

$$\text{Rasio-skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\text{Standard error of skewness}} \dots\dots\dots (2)$$

Jika rasio *skewness* menghasilkan nilai < 2,00 atau kurtosis < 30, maka distribusi *error* adalah normal.

(2) Uji multikolinearitas

Metode untuk mendeteksi gejala *multicollinearity* dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) dengan rumus berikut (Gujarati, 2003):

$$\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance} \dots\dots\dots (3)$$

Jika VIF lebih besar dari 10, maka antar variabel bebas (*independent variable*) diduga terjadi persoalan multikolinearitas (Gujarati, 2003). Dengan kata lain, model regresi dinyatakan sebagai model yang terbebas dari persoalan multikolinearitas, apabila nilai VIF kurang dari 10.

(3) Uji heteroskedastisitas

Pengujian asumsi kedua adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus berikut (Gujarati, 2003):

$$\boxed{[e_i]} = \beta_1 X_i + v_i \dots\dots\dots (4)$$

X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (σ_i^2); dan
 v_i : unsur kesalahan.

Model regresi dinyatakan model yang terbebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila unsur kesalahan (*error*) secara statistik tidak signifikan berhubungan dengan variabel independen. Untuk memastikan apakah variabel independen dalam model regresi berhubungan dengan *error* (residual) dilakukan dengan cara melihat angka signifikansi hasil regresi. Apabila terdapat variabel independen yang signifikan pada alpha 5% maka dapat dipastikan bahwa variabel independen berhubungan erat dengan residual. Jadi, model regresi dinyatakan bebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila semua variabel independen mempunyai nilai signifikansi lebih besar daripada 5% ($> 0,05$).

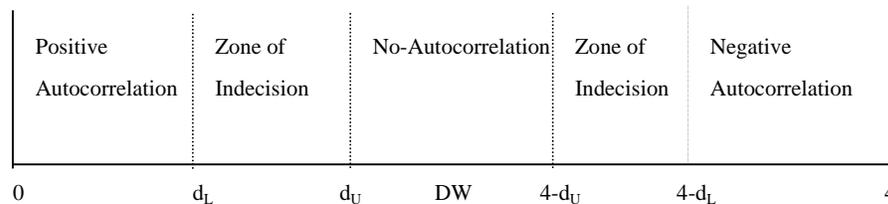
(4) Uji autokorelasi

Pengujian asumsi ketiga dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah d_L , d_U , $4 - d_L$, dan $4 - d_U$.

Jika nilai DW mendekati 2 atau terletak antara d_U dan $4 - d_U$ dinyatakan tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 diputuskan sebagai *positive autocorrelation*, dan jika mendekati 4 diputuskan sebagai *negative autocorrelation*. Sedangkan jika angka DW terletak antara d_L dan d_U termasuk pada area *No-positive autocorrelation* dan diputuskan sebagai area *No-decision* atau *Zone of Indecision*. Demikian juga, jika angka DW terletak antara $4 - d_U$ dan $4 - d_L$ termasuk pada area *No-negative correlation* dan diputuskan sebagai area *No-decision* atau *Zone of Indecision*. Apabila angka DW terletak pada area atau *Zone of Indecision* perlu dilakukan *run test* untuk memastikan apakah angka DW cenderung pada *auto* ataukah *no-autocorrelation*. Posisi angka *Durbin-Watson* dapat disajikan dalam gambar 3.1 berikut (Gujarati, 2003):

Gambar 3.1:

Pengujian Posisi Angka Durbin Watson



4.6. Uji Model Dan Uji Hipotesis

4.6.1. Uji Model

Uji model regresi dilakukan dengan mengkonfirmasi *goodness of fit* yang didasarkan pada nilai *R-square* (R^2) dan nilai *F-hitung*. Model regresi dinyatakan memenuhi *goodness of fit* apabila mempunyai nilai R^2 relatif tinggi

dan nilai F_{hitung} secara statistik signifikan pada level 5% ($0,05$). Nilai F_{hitung} dapat dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 2003):

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots (5)$$

Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (, k-1, N-1)$, maka H_0 ditolak; dan
 Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (, k-1, N-k)$, maka H_0 diterima.

Keputusan menolak atau menerima nilai $F-test$ juga dapat dilihat nilai signifikansi ($alpha,$) dari *output SPSS-software* yang menyediakan fasilitas signifikansi ($sig.$). Apabila nilai $sig.$ lebih kecil sama dengan 5% ($sig. 0,05$) maka H_0 ditolak. Dengan kata lain, hipotesis alternatif (H_i) diterima; artinya model regresi secara statistik signifikan memenuhi *goodness of fit*.

4.6.2. Uji Hipotesis

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan uji statistik- t ($t-test$). Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi (b_i) secara parsial dari masing-masing variabel independen. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut.
 $H_1: b_i \neq 0$; artinya ada pengaruh nyata yang signifikan dari variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y). Nilai t_{hitung} dapat dicari dengan rumus sebagai berikut (Gujarati, 2003):

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots (6)$$

Jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, N-k-1)$, maka H_0 ditolak;
Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, N-k-1)$, maka H_0 diterima.

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka pengujian masing-masing hipotesis didasarkan pada hasil uji t dengan level 5%. Apabila setiap hipotesis menghasilkan t_{hitung} pada level signifikansi kurang atau sama dengan 5% ($= 0,05$), maka hipotesis dinyatakan diterima.

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini menyajikan hasil penelitian empiris dan pembahasan hasil penelitian. Pada bagian pertama menyajikan hasil penelitian yang mencakup: statistik deskriptif, hasil pengujian spesifikasi model dan kekuatan model, dan hasil pengujian hipotesis. Pada bagian kedua menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai model yang diprediksikan mempengaruhi biaya modal (*cost of equity*). Secara mendalam penyajian hasil penelitian dan pembahasan disajikan berikut.

5.1. Hasil Penelitian

Pada sub-bab ini disajikan hasil penelitian yang mencakup statistik deskriptif dari variabel-variabel penelitian, hasil pengujian spesifikasi dan kekuatan model, dan hasil pengujian hipotesis. Secara rinci hasil penelitian disajikan berikut.

5.1.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif pada model *pertama*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi biaya modal (*cost of equity*) berbasis *dividend growth* (COE.DIV) adalah variabel-variabel: persistensi laba berbasis NIBE (NIBE_TA), *earnings aggressiveness* (EAR.AGRS), interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT), dan besaran perusahaan (SIZE). Pada tahap awal pengolahan, jumlah sampel adalah 94 observasi, terdiri dari perusahaan yang membagi dividen pada tahun 2005 dan

2006 masing-masing sejumlah 47 perusahaan. Namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, jumlah sampel mengalami penurunan menjadi 77 observasi. Statistik deskriptif terhadap 77 observasi disajikan pada Tabel 5.1 berikut.

Tabel 5.1:
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Dependen:					
COE.DIV	77	0,00017	0,34667	0,08081	0,05992
Independen:					
NIBE_TA	77	0,00020	0,05250	0,00391	0,00684
EAR.AGRS	77	-0,55108	0,40506	-0,01096	0,11517
SIZE	77	5,03209	7,78651	6,36218	0,56958
MODERAT	77	-0,00220	0,00479	0,00003	0,00070

Sumber: Lampiran 4; angka 4.1.2.

Berdasarkan Tabel 5.1 nampak bahwa sampel penelitian (N) sejumlah 77 observasi. Jumlah sampel ini pada awalnya sejumlah 94 observasi, namun setelah dilihat normalitas *error* terdapat 17 observasi merupakan data *outliers*. Dengan demikian sampel terpilih adalah 81 persen dari total sampel awal (77/94). Pada model tersebut, perhitungan biaya modal didasarkan pada pertumbuhan dividen (*cost of equity* berbasis *dividend growth model*).

Berdasarkan Tabel 5.1 tersebut menunjukkan bahwa variabel *earnings* (persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan pemoderasinya) memiliki nilai standar deviasi lebih besar daripada *mean*. Ini berarti data yang berhubungan dengan variabel *earnings* sangat bervariasi. Hal ini disebabkan antara lain oleh faktor kondisi perolehan laba yang dihasilkan oleh perusahaan sampel sangat fluktuatif.

Pada variabel persistensi laba (NIBE_TA) didapat nilai minimum sebesar 0,00020 dan nilai maksimum 0,05250 dengan standar deviasi sebesar 0,00684 (lebih besar daripada *mean* sebesar 0,00391). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel mempunyai persistensi laba berbasis NIBE yang berfluktuasi. Namun demikian, secara rata-rata NIBE mengandung laba yang persisten; dimana nilai *mean* relatif kecil.

Pada variabel *earnings aggressiveness* menghasilkan nilai minimum sebesar -0,55108 dan nilai maksimum 0,40506 dengan standar deviasi 0,11517 (lebih besar daripada nilai *mean* sebesar -0,01096). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel mengalami penurunan laba yang disebabkan oleh kebijakan akrual. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa laba perusahaan sampel sangat fluktuatif dan mengandung makna bahwa laporan laba mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*).

Fenomena tersebut membawa implikasi bahwa laporan laba perusahaan mengandung kekaburan laba yang disebabkan oleh keagresifan laba (*earnings aggressiveness*). Sementara, interaksi antara persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings aggressiveness* (MODERAT) mempunyai nilai *mean* relatif kecil (sebesar 0,00003). Nilai ini mengindikasikan bahwa laba berbasis NIBE mempunyai kualitas tinggi, dan mampu berperan sebagai pemoderasi terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Fenomena ini mempunyai implikasi bahwa secara rata-rata perusahaan sampel melakukan kebijakan yang mengarah pada kekaburan laba; namun tetap

mempertimbangkan kualitas laba yang dicerminkan oleh persistensi laba berbasis NIBE.

5.1.2. Hasil Pengujian Spesifikasi Model dan Kekuatan Model

Pengujian spesifikasi model menyajikan hasil perhitungan terhadap pengujian model *pertama* dan model *kedua*. Hasil pengujian model *pertama* menyajikan perhitungan mengenai pengujian terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi *cost of equity* berbasis *dividend growth model* (COE_DIV). Sedangkan pengujian model *kedua* menyajikan hasil perhitungan mengenai pengujian terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi *cost of equity* berbasis *price-earnings growth model* (COE_rPEG). Secara rinci, hasil-hasil pengujian spesifikasi model dan uji kekuatan model (*robustness test*) disajikan berikut.

5.1.2.1. Hasil Pengujian Model *Pertama*

Pengujian model *pertama* merupakan uji model mengenai peran persistensi laba berbasis *net income before extraordinary items* (NIBE) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Hasil uji spesifikasi model *pertama* ini meliputi model *quasi moderator* dan *pure moderator* seperti disajikan berikut.

5.1.2.1.1. Hasil Uji Model *Quasi Moderator* berbasis Regresi Interaksi

Pada tahap awal uji model regresi adalah uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas *error (residual)*, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Selanjutnya, pengujian dilakukan untuk melihat hasil uji

kesesuaian model (*goodness of fit*). Hasil uji asumsi klasik dan kesesuaian model ini disajikan berikut.

1. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Pengujian Normalitas *Error* (Residual)

Hasil pengujian normalitas *error* disajikan pada Tabel 5.2 berikut.

Tabel 5.2

**Hasil Uji Normalitas Error (Residual)
Model *Quasi Moderator***

--	--

Sumber: Lampiran 4; angka 4.2.

Berdasarkan Tabel 5.2 nampak bahwa pengujian normalitas *error* menghasilkan rasio *skewness* sebesar 1,854 ($=0,508/0,274$). Rasio ini telah memenuhi standar normalitas yang disyaratkan pada level 5%.

b. Uji Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi

Hasil uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi pada *model pertama – regresi interaksi* disajikan pada Tabel 5.3. Berdasarkan Tabel 5.3 menunjukkan bahwa empat variabel independen menghasilkan nilai VIF kurang dari 10 ($VIF < 10$). Nilai VIF dari masing-masing variabel independen dapat dijelaskan berikut.

Tabel 5.3

**Hasil Pengujian Asumsi Klasik
Model Utama *Interaksi***

Variabel	VIF	Heteroskedastisitas	Autokorelasi	Keterangan
NIBE_TA	1,164	$t -1,624; sig. 0,109$	$DW = 1,881$	'n 77; 'k 4
EAR.AGRS	1,709	$t 1,659; sig. 0,101$		$d_L 1,515; d_U 1,739$
SIZE	1,006	$t 0,704; sig. 0,484$		$4 - d_U = 2,261$
MODERAT	1,923	$t -1,185; sig. 0,240$		$1,739 < 1,881 < 2,261$
				<i>No-autocorrelation</i>

Sumber: Lampiran 4; angka 4.3

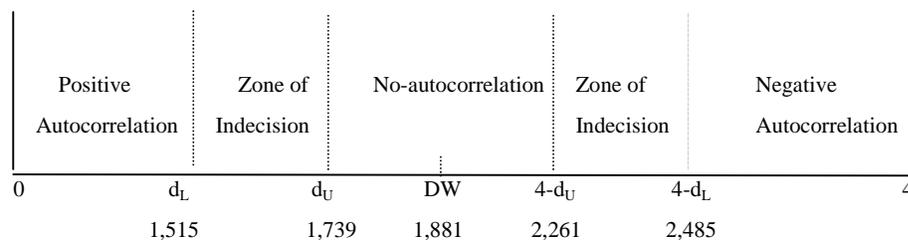
Persistensi laba (NIBE_TA) mempunyai nilai VIF sebesar 1,164. Keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) mempunyai nilai VIF sebesar 1,709; variabel besaran perusahaan (SIZE) nilai VIF sebesar 1,006, dan variabel moderating mempunyai nilai VIF sebesar 1,923. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa empat variabel yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolinearitas.

Selanjutnya, hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa tak satupun variabel independen dalam model regresi secara statistik signifikan berhubungan dengan residual. Ke-empat variabel independen yang dimasukkan ke dalam model menunjukkan angka signifikansi lebih besar daripada level 0,05 ($> 0,05$). Hasil uji heteroskedastisitas pada variabel *earnings persistence* (NIBE_TA) menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,109; dimana angka ini lebih besar daripada 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa *earnings persistence* tidak berhubungan dengan residual. Demikian pula variabel-variabel yang lain, seperti *Aggressiveness* ($sig. 0,101$), SIZE ($sig. 0,484$), dan MODERAT ($sig. 0,$

240). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa empat variabel yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

Hasil pengujian asumsi klasik berikutnya adalah autokorelasi. Berdasarkan Tabel 5.3 tersebut menunjukkan bahwa angka Durbin-Watson sebesar 1,881. Besaran angka *DW-test* tersebut termasuk pada area *no-autocorrelation* yaitu terletak antara d_U dan $4-d_U$. Secara rinci hasil pengujian tersebut dapat dikonfirmasi dengan *Durbin-Watson d Statistic* sebagai berikut (Gujarati, 2003). Pada jumlah sampel (n) 77 dan empat variabel independen ($k=4$) besaran $d_L = 1,515$; dan $d_U = 1,739$; sehingga $4-d_L = 2,485$ dan $4-d_U = 2,261$. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi ($1,739 < 1,881 < 2,261$). Posisi angka Durbin-Watson dapat digambarkan pada Gambar 5.1 berikut:

Gambar 5.1
Hasil Uji Posisi Angka Durbin Watson



2. Uji Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu melihat nilai *R-square* dan signifikansi *F*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *R-square* sebesar 0,451 dan $F = 14,799$

Created with

(sig. 0,000). Hasil pengujian model regresi disajikan pada Tabel 5.4. Berdasarkan Tabel 5.4 tersebut dapat disimpulkan bahwa model yang diusulkan sesuai dengan bukti empiris (memenuhi *goodness of fit*) pada level signifikansi kurang dari 1% (0,000). Variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan *cost of equity* sebesar 45,1 persen (seperti ditunjukkan oleh $R^2 = 0,451$); sedangkan sisanya 54,9% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model regresi.

Tabel 5.4

Hasil Regresi *Quasi Moderator*: Persistensi NIBE, Aggressiveness, SIZE, dan MODERAT pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>			
	NIBE	AGRS	SIZE	MODERAT
Koefisien	0,568	0,365	0,345	-0,402
t-hitung	6,032	3,196	3,938	-3,318
Signifikansi	0,000**	0,002**	0,000	0,001**
<i>R-square</i>	= 0,451			
<i>F-hitung</i>	= 14,799			
Signifikansi	= 0,000**			

Sumber: Lampiran 4; angka 4.5

Keterangan: ** : signifikan pada level 1%
* : signifikan pada level 5%

Berdasarkan hasil regresi tersebut dapat dinyatakan bahwa *earnings persistence* tepat sebagai variabel pemoderasi (khususnya sebagai *quasi moderator*) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa *earnings persistence* berfungsi *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *earnings persistence* berfungsi menurunkan keaburan (*opaque*) laba yang

disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dalam memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*).

Secara rinci dampak pemoderasi persistensi laba (dalam hal ini NIBE_TA) terhadap hubungan antara kekaburan laba (dalam hal ini *earnings aggressiveness*) dan biaya ekuitas (*cost of equity*) dapat dijelaskan berikut. *Pertama*, *earnings persistence* berperan memoderasi (khususnya memperlemah) hubungan antara *earnings aggressiveness* (MODERAT) dan *cost of equity* sebesar 0,402. Secara statistik, dampak pemoderasian ini sangat signifikan pada level kurang dari 1% (*t-statistic* – 3,318; *sig.* 0,001). *Kedua*, *earnings persistence* berperan sebagai *quasi moderator*, dan secara langsung berpengaruh positif terhadap *cost of equity* sebesar 0,568 (*t-statistic* 6,032; *sig.* 0,000).

Variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model regresi menunjukkan bahwa besaran perusahaan (SIZE) diukur dari *Log_BM* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* pada level kurang dari 1% (*t* = 3,938; *sig.* 0,000) dengan koefisien regresi 0,345.

5.1.2.1.2. Hasil Uji Model Pure Moderator

Pada sub-bab ini dimaksudkan untuk mengidentifikasi persistensi laba berbasis NIBE sebagai variabel moderating. Sharma *et al.* (1981) menunjukkan bahwa variabel *moderator* dapat dibedakan ke dalam *quasi* dan *pure moderator*. Pada model regresi *interaksi* di atas, persistensi laba berbasis NIBE merupakan tipe *quasi moderator*. Sharma menyatakan bahwa pada *quasi moderator*, variabel moderator dan interaksinya dengan

prediktor secara statistik harus signifikan. Pada *pure moderator*, variabel moderator harus tidak signifikan; sedangkan variabel interaksi antara moderator dan prediktor harus signifikan.

Berdasarkan konsep tersebut, maka persistensi laba berbasis NIBE sebagai *pure moderator* diregres pada *cost of equity* berbasis *dividend growth* seperti disajikan berikut.

Variabel Dependen: *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model* (COE.DIV)

Variabel Independen:

- (1) Persistensi laba berbasis NIBE (NIBE_TA)
- (2) Interaksi *NIBE* dan *Aggressiveness* (MODERAT)
- (3) Variabel Kontrol – *log market value* (SIZE)

Hasil regresi pada uji model *pure moderator* disajikan pada Tabel 5.5 berikut.

Tabel 5.5

Hasil Regresi *Pure Moderator*: Persistensi NIBE, MODERAT, dan SIZE pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>		
	NIBE_TA	MODERAT	SIZE
Koefisien	0,632	-0,288	0,275
t-hitung	6,586	-2,997	3,077
Signifikansi	0,000**	0,004**	0,003*
<i>R-square</i>	= 0,445		
<i>F-hitung</i>	= 18,697		
Signifikansi	= 0,000**		

Sumber: Lampiran 4; angka 4.5.2

Keterangan: **: signifikan pada level 1%

*: signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 5.5 tersebut dapat disimpulkan bahwa model yang diusulkan memenuhi *goodness of fit* pada level signifikansi kurang

dari 1% (0,000). Variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan *cost of equity* sebesar 44,5 persen (seperti ditunjukkan oleh $R^2 = 0,445$); sedangkan sisanya 55,5% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model regresi.

Berdasarkan hasil regresi pada tabel 5.5 juga menunjukkan bahwa variabel moderator (NIBE_TA) dan variabel interaksi (MODERAT) secara statistik signifikan pada level kurang dari 1% (0,000; dan 0,004). Hasil uji ini mengindikasikan bahwa NIBE_TA bukan variabel *pure moderator*.

5.1.2.2. Kriteria Pemilihan Model *Pertama*

Berdasarkan hasil pengujian pada model *pertama*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity dividend* berbasis *growth model* menunjukkan bahwa variabel pemoderasi (persistensi laba berbasis NIBE) lebih tepat sebagai *quasi moderator* daripada sebagai *pure moderator*. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE membawa keinformasian laba yang lebih (*more informativeness of earnings*) yang terkandung dalam *cost of equity*. Perbandingan hasil uji model regresi *quasi* dan *pure moderator* disajikan pada Tabel 5.6 berikut.

Tabel 5.6

Perbandingan Hasil Uji Model Regresi
Quasi dan Pure Moderator

Uraian	Koefisien	
	<i>Quasi Moderator</i>	<i>Pure Moderator</i>
PRST.NIBE (t-hitung) (sig.)	0,568 (6,032) (0,000)**	0,632 (6,586) (0,000)**
EAR.AGRS (t-hitung) (sig.)	0,365 (3,196) (0,002)**	
MODERAT (t-hitung) (sig.)	-0,402 (-3,318) (0,001)**	-0,288 (-2,997) (0,004)**
SIZE (t-hitung) (sig.)	0,345 (3,398) (0,000)**	0,275 (3,077) (0,003)**
<i>R Square</i> F-hitung Sig. F	0,451 (14,799) (0,000)**	0,445 (18,697) (0,000)**

Sumber: Data diolah, output regresi

Keterangan: ** : signifikan pada level 1%

* : signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 5.6 tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* secara parsial signifikan pada level 1%. Variabel *moderating* (MODERAT) secara statistik juga signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity* pada level 1% (0,000); bahkan *beta standard* pada model *quasi moderator* lebih besar daripada model *pure moderator*. Pada model *pure moderator* juga menunjukkan hasil bahwa NIBE_TA signifikan pada level 1%; sementara salah satu persyaratan

pada model *pure moderator*, seharusnya variable pemoderasi (NIBE_TA) secara statistic tidak signifikan. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa model *quasi moderator* lebih tepat digunakan daripada model *pure moderator*. Variabel persistensi laba berbasis NIBE berperan memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

5.1.2.3. Hasil Pengujian Model Kedua

Pengujian model *kedua* merupakan uji model mengenai peran persistensi laba berbasis *net income before extraordinary items* (NIBE) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* (CoE_rPEG). Hasil uji spesifikasi model *kedua* ini meliputi model *quasi moderator* dan *pure moderator* seperti disajikan berikut.

5.1.2.3.1. Hasil Uji Model *Quasi Moderator* berbasis Regresi Interaksi

Pada tahap awal uji model regresi adalah uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas *error (residual)*, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Selanjutnya, pengujian dilakukan untuk melihat hasil uji kesesuaian model (*goodness of fit*). Hasil uji asumsi klasik dan kesesuaian model ini disajikan berikut.

Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Hasil pengujian normalitas *error* disajikan pada Tabel 5.7 berikut.

Tabel 5.7

**Hasil Uji Normalitas Error (Residual)
Model *Quasi Moderator***

--	--

Sumber: Lampiran 4; angka 4.2.3.

Berdasarkan Tabel 5.7 nampak bahwa pengujian normalitas *error* menghasilkan rasio *skewness* sebesar 1,897 ($=0,533/0,281$). Rasio ini telah memenuhi standar normalitas yang disyaratkan pada level 5%.

b. Uji Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi

Hasil uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi pada *model pertama – regresi interaksi* disajikan pada Tabel 5.8. Berdasarkan Tabel 4.8 menunjukkan bahwa empat variabel independen menghasilkan nilai VIF kurang dari 10 ($VIF < 10$). Nilai VIF dari masing-masing variabel independen dapat dijelaskan berikut.

Tabel 5.8
Hasil Pengujian Asumsi Klasik
Model CoE rPEG; Log M. Cap

Variabel	VIF	Heteroskedastisitas	Autokorelasi	Keterangan
NIBE_TA	1,130	$t -0,713; sig. 0,478$	$DW = 2,267$	'n 73; 'k 4
EAR.AGRS	1,721	$t 0,192; sig. 0,848$		$d_L 1,507; d_U 1,737$
SIZE	1,002	$t 2,722; sig. 0,008$		$4 - d_U = 2,263$
MODERAT	1,880	$t -0,315; sig. 0,754$		$1,737 < 2,267 > 2,263$
			$Runs test = Z=1,534; 0,125$	<i>No-autocorrelation</i>

Sumber: Lampiran 4; angka 4.3

Persistensi laba (NIBE_TA) mempunyai nilai VIF sebesar 1,130. Keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) mempunyai nilai VIF sebesar 1,721; variabel besaran perusahaan (SIZE) nilai VIF sebesar 1,002, dan variabel moderating mempunyai nilai VIF sebesar 1,880. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa empat variabel yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolinearitas.

Selanjutnya, hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa ada satu variabel independen yaitu SIZE secara statistik signifikan (sig. 008) berhubungan dengan residual. Selanjutnya, variable SIZE menggunakan alternative lain dalam hal pengukurannya; dimana SIZE juga dapat diukur dari besaran Assets (dalam hal ini menggunakan *Log. Assets*). Hasil pengujian ditunjukkan pada Tabel 5.9 berikut:

Tabel 5.9
Hasil Pengujian Asumsi Klasik
Model CoE rPEG; Log Assets

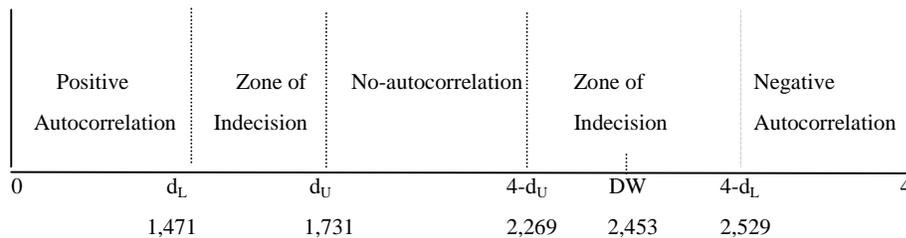
Variabel	VIF	Heteroskedastisitas	Autokorelasi	Keterangan
NIBE_TA	1,140	<i>t</i> -0,797; <i>sig.</i> 0,429	<i>DW</i> = 2,453	'n 66; 'k 4
EAR.AGRS	1,714	<i>t</i> 0,909; <i>sig.</i> 0,367		d_L 1,471; d_U 1,731
SIZE	1,018	<i>t</i> 0,206; <i>sig.</i> 0,838		$4 - d_U = 2,269$
MODERAT	1,888	<i>t</i> -0,619; <i>sig.</i> 0,538		$1,731 < 2,269 > 2,453$
			<i>Runs test</i> = $Z=2,481; 0,013$	<i>Autocorrelation</i>

Sumber: Lampiran 4; angka 4.4

Berdasarkan Tabel 5.9 tersebut menunjukkan bahwa empat variabel independen terbebas dari gejala heteroskedastisitas (sig. > 5%). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa empat variabel yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

Hasil pengujian asumsi klasik berikutnya adalah autokorelasi. Berdasarkan Tabel 5.9 tersebut menunjukkan bahwa angka Durbin-Watson sebesar 2,453. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa model regresi terjadi persoalan autokorelasi ($1,731 < 2,269 < 2,453$). Posisi angka Durbin-Watson dapat digambarkan pada Gambar 5.2 berikut:

Gambar 5.2
Hasil Uji Posisi Angka Durbin Watson



Berdasarkan gambar 5.2 menunjukkan bahwa angka DW terletak pada *zone of indecision*. Oleh karenanya perlu dilakukan *runs test* untuk memastikan posisi angka tersebut. Hasil *runs test* menunjukkan bahwa nilai $Z = 2,481$; *sig.* 0,013. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model mengandung autokorelasi negative, sehingga pengujian lebih lanjut mengenai uji model tidak dapat dilakukan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *price-earnings growth model* tidak dapat digunakan untuk mengukur biaya ekuitas (*cost of equity*).

5.1.3. Pemilihan Model

Pada model *pertama* yaitu model untuk memprediksi *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model* menunjukkan bahwa model

moderating berbasis *Quasi moderator* menunjukkan model yang lebih baik daripada berbasis *pure moderator*.

Hasil pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) pada model terpilih (model *pertama*) dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu melihat nilai *R-square* dan signifikansi *F*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *R-square* sebesar 0,451 dan $F = 14,799$ (*sig.* 0,000). Hasil pengujian model regresi tersebut seperti disajikan pada Tabel 5.4 di muka.

Berdasarkan hasil regresi tersebut dapat dinyatakan bahwa *earnings persistence* tepat sebagai variabel pemoderasi (khususnya sebagai *quasi moderator*) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa *earnings persistence* berfungsi **memperlemah** hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *earnings persistence* berfungsi menurunkan kekaburan (*opaque*) laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dalam memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*).

Pada pemilihan model selanjutnya, penelitian ini juga mencoba membandingkan model moderasi yang lain yaitu model kontekstual. Pada pengujian model ini, *cost of equity* didasarkan pada model pertumbuhan dividend (*CoE_Div_Growth*). Hasil pengujian pemoderasian model kontekstual menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas pada variabel *earnings aggressiveness*. Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa besarnya *R-square* sebesar 23,1% dan *F*-sebesar 7,119 pada *sig.* 0,000

(lampiran 4 angka 4.5). Jika dibandingkan dengan model *quasi moderator*, maka model konterkstual mempunyai kemampuan prediksi lebih rendah. Dengan demikian disimpulkan bahwa model *quasi moderator* adalah model yang terbaik dan lebih kuat (*robust*) daripada model pemoderasian yang lain, baik *pure* maupun kontekstual.

Berdasarkan hasil pengujian di muka menunjukkan bahwa model pemoderasian yang dapat digunakan untuk memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*) adalah model *quasi moderator*. Pengukuran *cost of equity* lebih tepat menggunakan model pertumbuhan dividen (*dividend growth model*) daripada berbasis *price earnings growth model*. Hasil pengujian ini didukung oleh konsep pengukuran *cost of equity* yang dinyatakan bahwa besarnya *required rate of return* sangat tergantung pada besarnya dividen yang dibayarkan oleh pihak manajemen kepada para pemegang saham.

Fenomena ini memberikan implikasi bahwa bagi manajemen tingkat pertumbuhan dividen dapat dijadikan dasar yang kuat (*robust*) untuk menentukan biaya modal, khususnya biaya ekuitas (*cost of equity*). Pada sisi lain, fenomena ini juga dapat digunakan oleh para investor dan calon investor potensial dalam keputusan investasinya melalui instrumen saham. Para investor dapat menggunakan tingkat pertumbuhan dividen sebagai dasar keputusan investasi jangka panjang; karena dividen dapat diperoleh paling cepat dalam jangka waktu satu tahun.

5.2. Hasil Uji Hipotesis

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka uji hipotesis pada Model *Pertama* yaitu model pemoderasian tipe *Quasi Moderator* adalah menguji variabel-variabel independen yang terdiri dari variabel persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT) diregres pada *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Secara rinci, hasil pengujian hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut.

5.2.1. Uji Hipotesis 1 (H1)

Pada hipotesis pertama (H1) dinyatakan bahwa *earnings aggressiveness* berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien regresi pada variabel *earnings aggressiveness* sebesar 0,365; dan secara statistik signifikan pada level 1% ($t = 3,196$; $sig.0,002$). Hasil tersebut dapat dimaknai bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*) berbasis *dividend growth*.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 1 (H1) yang dirumuskan bahwa *earnings aggressiveness* berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas (*cost of equity*), **diterima**.

5.2.2. Uji Hipotesis 2 (H2)

Pada hipotesis dua (H2) dinyatakan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa

persistensi laba terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien regresi pada variabel persistensi laba (NIBE_TA) sebesar 0,568; dan secara statistik signifikan pada level 1% ($t = 6,032$; $sig.0,000$). Hasil tersebut dapat dimaknai bahwa persistensi laba signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 2 (H2) yang dirumuskan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap *cost of equity*, **diterima**.

5.2.3. Uji Hipotesis 3 (H3)

Pada hipotesis tiga (H3) dinyatakan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan bahwa pada variabel MODERAT mempunyai tanda negatif dan secara statistik signifikan; dimana t_{hitung} sebesar $-3,318$ dan level signifikansi kurang dari 1% ($t = -3,318$; $sig.0,001$) dengan koefisien regresi sebesar $-0,402$.

Hasil pengujian tersebut mengandung makna bahwa kehadiran persistensi laba (berbasis NIBE) sebagai variabel moderating mampu memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan keaburan (*opacity*) yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity* (berbasis *dividend growth model*). Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 3 (H3) yang dirumuskan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, **diterima**.

5.3. Pembahasan

Pada sub-bab ini disajikan pembahasan hasil penelitian terhadap pengujian pada Model *Pertama* (variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *dividend growth model*), dan Model *Kedua* (variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*), pembahasan pengujian hipotesis, dan ringkasan hasil temuan. Secara mendalam, pembahasan hasil penelitian disajikan berikut.

5.3.1. Pembahasan Hasil Uji Model

Pada model *pertama*, variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi mengacu pada model *direct* ditambah variabel interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness*. Model *interaksi* ini digunakan untuk menguji apakah persistensi laba berbasis NIBE mengandung keinformasian yang lebih (*more informativeness*) untuk mempengaruhi *cost of equity*. Jika NIBE mengandung keinformasian laba mengenai *cost of equity* (*di-proxy* dengan *dividend growth model*), maka NIBE mampu menurunkan kekaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*.

Sesuai dengan konsep *moderating* (khususnya dengan pendekatan model *interaksi*), maka variabel-variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari persistensi laba berbasis NIBE (PRSTNIBE), *earnings aggressiveness* (EAR.AGRS), dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (PRSTNIBE*EAR.AGRS) selanjutnya disebut sebagai MODERAT, dan besaran perusahaan (*SIZE*). Sedangkan variabel dependen adalah *cost of equity* berbasis *dividend growth*.

Berdasarkan hasil pengujian model *quasi* moderasi untuk *cost of equity* berbasis *price-earnings growth model* menunjukkan bahwa model mengandung autokorelasi negative. Sementara model *quasi* moderasi untuk *cost of equity* berbasis *dividend growth model* (CoE_Div) menunjukkan bahwa model memenuhi asumsi klasik. Secara statistik model *quasi* moderator berbasis CoE_Div juga menghasilkan model yang terbaik. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) dan biaya ekuitas berbasis model pertumbuhan dividen; lebih khusus lagi berperan memperlemah hubungan. Fenomena ini memberikan implikasi bahwa bagi manajemen tingkat pertumbuhan dividen dapat dijadikan dasar yang kuat (*robust*) untuk menentukan biaya modal, khususnya biaya ekuitas (*cost of equity*). Pada sisi lain, fenomena ini juga dapat digunakan oleh para investor dan calon investor potensial dalam keputusan investasinya melalui instrumen saham.

5.3.2. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

5.3.2.1. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Pertama (H1)

Pada hasil pengujian hipotesis pertama (H1) menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Mengacu pada konsep dinyatakan bahwa keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) didefinisikan sebagai tindakan manajemen yang mengarah pada kecenderungan menunda pengakuan rugi dan mempercepat pengakuan laba, dan selanjutnya berdampak pada penurunan kualitas laba (Altamuro *et al.*, 2005). *Earnings aggressiveness* merupakan tindakan manajemen yang

berhubungan dengan manipulasi laba (Bedard dan Johnstone, 2004). Manipulasi laba dapat dilakukan dengan cara menaikkan nilai komponen akrual (seperti inventory) dan pada saat yang sama menurunkan biaya, sehingga laporan laba lebih tinggi daripada laba sesungguhnya (Chan *et al.*, 2001). Jika perusahaan melakukan *aggressive accounting*, maka nilai buku sekarang dan laba lebih tinggi, tetapi *forecast* laba menjadi rendah dan biaya modal (dan atau laba normal) meningkat (Kothari, 2001). Kebijakan *aggressive accounting* antara lain dilakukan melalui kebijakan akrual. Motivasi manajemen akrual yang didasari oleh perilaku *opportunistic* berhubungan dengan kompensasi (Beaver, 2002).

Hasil pengujian ini sesuai dengan argumentasi bahwa jika kebijakan keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya, maka kebijakan tersebut akan membawa kekaburan laba (*earnings opacity*). Selanjutnya, kekaburan laba akan membawa dampak pada tingkat kembalian yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh para pemegang saham meningkat. Apabila *required of return* digunakan sebagai dasar penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*, maka peningkatan pada *earnings aggressiveness* juga akan meningkatkan *cost of equity*. Penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth* juga didukung oleh asumsi bahwa *required rate of return* sangat tergantung dari besarnya dividen yang dibayar oleh perusahaan kepada para pemegang saham biasa (Brigham, 1983; Jones, 2004). Hasil pengujian hipotesis ini juga didukung oleh Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan

bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth model*.

Berdasarkan konsep dan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kebijakan *aggressive accounting* melalui kebijakan akrual berdampak pada laporan laba saat ini lebih tinggi daripada laba yang sesungguhnya. Manajemen laba melalui *aggressive accounting* didasari oleh perilaku *opportunistic* oleh pihak manajemen; dalam hal ini motivasi untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham (*principals*) yang tercermin dalam pertumbuhan dividen.

5.3.2.2. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Kedua (H2)

Pada hasil pengujian hipotesis kedua (H2) menunjukkan bahwa persistensi laba terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Mengacu pada konsep dinyatakan bahwa persistensi laba (*earnings of persistence*) merupakan laba yang mempunyai kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan secara berulang-ulang (*repetitive*) dalam jangka panjang (*sustainable*). Persistensi laba didefinisikan sebagai laba yang dapat digunakan sebagai pengukur laba itu sendiri. Artinya, laba saat ini dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*). Laba yang semakin persisten menunjukkan laba semakin informatif; sebaliknya jika laba kurang persisten, maka laba menjadi kurang informative.

Berdasarkan konsep dan *proxy* persistensi laba yang telah digunakan oleh para peneliti terdahulu, maka konsep persistensi laba dalam penelitian ini

mengacu pada persistensi laba berbasis laba dari aktivitas normal perusahaan (*net income before extraordinary items*, NIBE). Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa laba dari aktivitas normal merupakan hasil yang didapat oleh perusahaan selama perusahaan beroperasi secara berkelanjutan. NIBE yang dicapai oleh perusahaan saat ini sangat tergantung dari total assets yang digunakan oleh perusahaan (total asset periode sebelumnya dan saat ini).

Berdasarkan konsep dan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kebijakan persistensi laba berbasis NIBE menunjukkan laba dari proses akrual dan kas selama perusahaan beraktivitas secara normal. Manajemen melalui proses akrual dimotivasi oleh perilaku *opportunistic*. Hasil kebijakan akrual dan arus kas selama perusahaan beraktivitas, selanjutnya digunakan sebagai sinyal kepada para pemegang saham (*principals*) untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham (*principals*) yang tercermin dalam pertumbuhan dividen.

5.3.2.3. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Ketiga (H3)

Pada hasil pengujian hipotesis ketiga (H3) menunjukkan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* terbukti. Mengacu pada konsep dinyatakan bahwa jika laba mengandung informasi kualitas yang tinggi (persisten), maka laba yang persisten tersebut mampu menurunkan keaburan laba yang disebabkan oleh kebijakan akrual yang menghasilkan keagresifan laba.

Hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh argumentasi bahwa laba berbasis NIBE lebih persisten daripada berbasis kualitas akrual. Hasil

penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dan praktis. Secara teoritis, hasil pengujian ini memberikan kontribusi bahwa NIBE merupakan laba yang persisten dan mengandung keinformasian mengenai pertumbuhan dividen. Sebagai variabel *moderating* (terutama sebagai *quasi moderator*), NIBE terbukti mampu *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Dengan demikian persistensi laba berbasis NIBE berfungsi sebagai sinyal pertumbuhan dividen. Secara praktis, hasil pengujian ini memberikan kontribusi kepada pihak manajemen dalam memberikan informasi keuangan kepada para pemakai (khususnya pemegang saham). Atas dasar motivasi *signaling*, manajemen boleh saja menggunakan kebijakan akrual yang mengarah pada keagresifan laba; asalkan laba berbasis NIBE tetap persisten dan mampu menurunkan kekaburan yang disebabkan *earnings aggressiveness*.

Data perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan bahwa NIBE mempunyai standar deviasi residual lebih kecil daripada kualitas akrual. Data tersebut menunjukkan fakta bahwa NIBE mempunyai kemampuan prediksi lebih kuat (*robust*) daripada kualitas akrual. Perubahan negatif pada total akrual mengindikasikan bahwa secara rata-rata modal kerja akrual perusahaan di Indonesia menurun, sehingga berdampak pada peningkatan kekaburan laba yang terkandung dalam *earnings aggressiveness*. Namun demikian, keberadaan NIBE yang persisten terbukti mampu menurunkan kekaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*.

BAB VI

SIMPULAN DAN SARAN

6.1. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas. Model penelitian ini dikelompokkan ke dalam dua model. *Pertama*, model regresi untuk memprediksi biaya ekuitas berbasis model pertumbuhan dividen (*cost of equity* berbasis *dividend growth model*); dan *kedua*, model regresi untuk memprediksi biaya ekuitas berbasis model pertumbuhan rasio harga/ laba (*cost of equity* berbasis *price/earnings growth model*). Masing-masing model tersebut diuji dengan model regresi *quasi moderator* berbasis *interaksi*. Berdasarkan hasil pengujian, penelitian ini menghasilkan temuan yang dapat disimpulkan sebagai berikut.

Pertama, laba berbasis NIBE tepat digunakan sebagai variabel pemoderasi, khususnya *quasi moderator*. Model *quasi moderator* berbasis *interaksi* menunjukkan hasil regresi yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *pure moderator* maupun model kontekstual.

Kedua, pendekatan *dividend growth model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy cost of equity*, daripada pendekatan *price earnings growth*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *cost of equity* berbasis *dividend growth* ketika diuji oleh persistensi laba berbasis NIBE menghasilkan model regresi interaksi yang tetap *robust* pada level signifikansi 1%. Sedangkan *cost of equity*

berbasis *price earnings growth* ketika diuji oleh persistensi laba berbasis NIBE menghasilkan kekuatan model regresi interaksi yang semakin menurun.

Ketiga, hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa tiga hipotesis yang diajukan, semuanya diterima. Artinya, lima variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi yaitu *earnings aggressiveness*, persistensi laba, dan MODERAT secara statistik signifikan pada level 1%. Secara khusus, variabel persistensi laba (NIBE/TA) secara statistik mendominasi koefisien regresi (0,568) dan diikuti oleh variable MODERAT. Hasil ini mengindikasikan bahwa persistensi laba secara signifikan mampu memoderasi (lebih khusus lagi *memperlemah*) hubungan antara keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) dan *cost of equity*.

6.2. Implikasi Teori

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan pada bab-bab terdahulu, maka hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi implikasi teoritis sebagai berikut.

Pertama, laba berbasis *net income before extraordinary items* (NIBE) merupakan laba yang lebih persisten daripada berbasis kualitas akrual; khususnya untuk memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*). Model pertumbuhan dividen (*dividend growth model*) terbukti sebagai pendekatan yang lebih baik dan kuat (*robust*) untuk mengukur biaya ekuitas (*cost of equity*) daripada *price earnings growth model*. Hasil penelitian ini didukung oleh argumentasi bahwa laba berbasis NIBE dapat digunakan sebagai sinyal pertumbuhan dividen. Hasil penelitian ini juga didukung oleh *agency theory*,

terutama problem *agency* antara manajemen dan pemegang saham mayoritas. Berdasarkan motivasi *signaling*, laporan keuangan (khususnya laporan laba) yang tercermin dalam NIBE dapat digunakan oleh manajemen sebagai *sinyal* untuk mempengaruhi pertumbuhan dividen. Selanjutnya, *dividend growth* dapat digunakan oleh manajemen sebagai dasar penentuan *cost of equity*.

Kedua, hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa informasi laba yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* merupakan informasi yang membawa kekaburan laba. Hasil penelitian ini didukung oleh *agency theory*, terutama problem *agency* antara manajemen dan pemegang saham mayoritas.

6.3. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan uraian tersebut, maka hasil penelitian ini dapat digunakan oleh pihak-pihak yang berkepentingan, terutama bagi manajemen, investor, pengambil kebijakan akuntansi, dan akademisi seperti berikut.

Bagi manajemen, kebijakan penyajian laporan keuangan khususnya laba dari aktivitas normal (*net income before extraordinary items, NIBE*) dapat digunakan sebagai sinyal positif terhadap pertumbuhan dividen. Sesuai dengan *agency theory*, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh manajemen untuk menyelesaikan problem *agency* antara manajemen dan pemegang saham mayoritas. Sesuai dengan motivasi *signaling*, NIBE dapat digunakan sebagai sinyal untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui pertumbuhan dividen. Selanjutnya, pertumbuhan dividen dapat digunakan oleh manajemen sebagai dasar penentuan *cost of equity*.

Bagi investor dapat menggunakan informasi keuangan, terutama laporan laba-rugi dan lebih khusus lagi laba dari aktivitas normal (NIBE) sebagai informasi untuk keputusan investasi jangka panjang. Pada tahap analisis keputusan investasi, investor perlu mempertimbangkan interaksi antara NIBE dan perubahan total akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness*.

Bagi penyusun standar akuntansi dapat digunakan sebagai masukan dalam membuat kebijakan penyusunan laporan keuangan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan pada catatan kaki (*foot note*) laporan keuangan, khususnya informasi mengenai rasio NIBE/TA.

6.4. Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Mendatang

Keterbatasan penelitian antara lain terletak pada terbatasnya perusahaan yang membagi dividen. Perilaku data yang cenderung tidak normal juga menyebabkan terbatasnya jumlah observasi yang dijadikan sampel penelitian. Keterbatasan ini akan berdampak pada ketepatan prediksi, karena sangat dimungkinkan timbulnya *error* yang disebabkan oleh data *outliers* akan mengganggu konsistensi hasil penelitian. Pada penelitian mendatang disarankan untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Periode penelitian dapat diperpanjang dengan memfokuskan pada perusahaan yang membagi dividen.

Daftar Pustaka

- Altamuro, J.; A.L. Beatty; and J. Weber. 2005. "The Effects of Accelerated Revenue Recognition on Earnings Management and Earnings Informativeness: Evidence from SEC Staff Accounting Bulletin No. 101." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April: 373 – 401.
- Barth, M.E.; W.H. Beaver; and W.R. Landsman. 2001. "The Relevance of the Value Relevance For Financial Accounting Standard Setting: Another View." *Working Paper*, Stanford University, January: 1 – 41. fbeaver@leland.stanford.edu.
- ; D.P. Cram; and K.K. Nelson. 2001. "Accrual and the Prediction of future Cash Flows." *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 1, January: 27 – 58.
- Barton, J. 2001. "Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decision?" *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 1, January: 1 – 26.
- Basu, S. 1997. "Conservatism and the Asymmetric Timelines of Earnings." *Journal of Accounting & Economics*, (24): 3 – 37.
- Beattie, V.; S. Brown; D. Ewers; B. John; S. Manson; D. Thomas; and M. Turner. 1994. "Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach." *Journal of Business & Accounting*, 21(6), September, 0306-686X: 791 – 811.
- Beaver, W.H. 2002. "Perspectives on Recent Capital Market Research." *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, April: 453 – 474.
- Bedard, J.C. and K.M. Johnstone. 2004. "Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, April: 277 – 304.
- Beneish, M.D. and M.E. Vargus. 2002. "Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing." *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 4, October: 755 – 791.
- Bernard, V.L. and T.L. Stober. 1989. "The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals." *The Accounting Review*, Vol. LXIV, No. 4, October: 624 – 652.
- Bhattacharya, U; H. Daouk; and M. Welker. 2003. "The World Price of Earnings Opacity." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July: 641 – 678.

- Botosan, C.A. and M. A. Plumlee. 2002. "A Re-examination of Disclosure Levels and Expected Cost of Equity Capital." *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, March: 21 – 40.
- ; and ----- . 2005. "Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January: 21 – 53.
- Bowen, R.M; D. Burgstahler; and L.A. Daley. 1986. "Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow." *The Accounting Review*, Vol. LXI, No. 4, October: 713 – 725.
- Brigham. 1983. *Fundamentals of Financial Management*. Third Edition. The Dryden Press.
- Bushman, R.M. and Smith. 2001. "Financial Accounting Information and Corporate Governance." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 237–333.
- Chao, C.; R.L. Kelsey; S. Horng; and C. Chiu. 2004. "Evidence of Earnings Management from the Measurement of the Deferred Tax Allowance Account." *The Engineering Economist*, (49): 63 – 93.
- Chan, K; L.K.C. Chan; N. Jekadeesh; and J. Lakonishok. 2001. "Earnings Quality and Stock Returns." *Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research (NBER), May: 1 – 23.
- Chen, K.C.W. and H. Yuan. 2004. "Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Rights Issues." *The Accounting Review*, Vol. 79, No.3, July: 645 – 665.
- Cheng, C.S.A; C. Liu; and T. F. Schaefer. 1996. "Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations." *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No.1, Spring: 173 – 181.
- Cheng, Q and T. D. Warfield. 2005. "Equity Incentives and Earnings Management." *The Accounting Review*, Vol. 80, No.2, April: 441–476.
- Cheng, S. 2004. "R&D Expenditures and CEO Compensation." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, April: 305 – 328.
- Dechow, P.M.; R.G. Sloan; and A.P. Sweeney. 1995. "Detecting Earnings Management." *The Accounting Review*, Vol. 70, April: 193 – 225.
- and I.D. Dichev. 2002. "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors." *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement: 35 – 59.

- DeFond, M.L. and C.W. Park. 2001. "The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises." *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 3, July: 375 – 404.
- Desai, H; S. Rajgopal; and M. Venkatachalam. 2004. "Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two?" *The Accounting Review*, Vol. 79, April: 355 – 385.
- Eames, M.J. and S.M. Glover. 2003. "Earnings Predictability and the Direction of Analysts' Earnings Forecast Errors." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July: 707 – 724.
- Easley D and M. O'Hara. 2004. "Information and the Cost of Capital." *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 4, August: 1553 – 1583.
- Easton, P.D. 2004. "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 1, January: 73 – 95.
- and S.J. Monahan. 2005. "An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April: 501 – 538.
- Ecker, F.; J. Francis; I. Kim; P.M. Olsson; and K. Schipper. 2006. "A Return-Based Representation of Earnings Quality." *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 4, July: 749 – 780.
- Fairfield, P.M.; J.S. Whisenant; and T.L. Yohn. 2003. "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 1, January: 353 – 371.
- Fama, E.F. and K.R. French. 2002. "The Equity Premium." *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 2, April: 637 – 659.
- Francis, J.; R. LaFond; P.M. Olsson; and K. Schipper. 2004. "Costs of Equity and Earnings Attributes." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 4, Oktober: 967 – 1010.
- Freeman, R.; J. Ohlson; and S. Penman. 1982. "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation." *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, Autumn: 3 – 42.
- Ghozali, I. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi II: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.

- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Aconometrics*. Fourth Edition. International Edition: McGraw-Hill Higher Education.
- Hanlon, M. 2005. “The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When firms Have Large Book-Tax Differences.” *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January: 137 – 166.
- Harris, T.S. and J.A. Ohlson. 1990. “Accounting Disclosures and the Market’s Valuation of Oil and Gas Properties: Evaluation of Market Efficiency and Functional Fixation.” *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 4, Oktober: 764 – 780.
- Healy, P.M. 1985. “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions.” *Journal of Accounting & Economics*, April: 85 – 107.
- Jones, C.P. 2004. *Investments: Analysis and Management*. Ninth Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Jones, J.J. 1991. “Earnings Management during Import Relief Investigations.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, Autumn: 193 – 228.
- Kothari, S.P. 2001. “Capital Market Research in Accounting.” *Journal of Accounting & Economics*, (31): 105 – 231.
- ; A. Leone; and C. Wasley. 2005. “Performance Matched Discretionary Accruals.” *Journal of Accounting & Economics*, (39): 161 – 197.
- Lambert, R.A. 2001. “Contracting Theory and Accounting.” *Journal of Accounting & Economics*, (32): 3 – 87.
- McNichols, M.F. 2002. “Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors.” *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement: 61 – 69.
- Nichols, D.C. and J.M. Wahlen. 2004. “How Do Earnings Numbers Relate to Stock Return? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence.” *Accounting Horizons*, Vol. 18, No. 4, December: 263 – 286.
- Ohlson, J.A. 2006. “A Practical Model of Earnings Measurement.” *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January: 271 – 279.
- and B. Juettner-Nauroth. 2000. “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value”. *Working Paper*, New York University.
- Penman, S.H. 2003. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Editon: McGraw Hill.

- Rajan, M.V. and R.E. Saouma. 2006. "Optimal Information Asymmetry." *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 3, May: 677 – 712.
- Sharma, S.; R.M. Duran and O.G. Arie. 1981. "Identification and Analysis of Moderator Variables." *Journal of Marketing Research*, Vol. XVIII, August: 291 – 300.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Edition: Prentice Hall, Canada Inc.
- Sloan, R.G. 1996. "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings?" *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, July: 289 – 315.
- , 2001. "Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 335– 347.
- Sutopo, B. 2001. *Dampak Pemoderasi Perataan Laba terhadap Kandungan Informasi Inkremental Arus Kas*. Disertasi. Program Doktor Ilmu Ekonomi. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Tucker, J.W. and P.A. Zarowin. 2006. "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?" *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January: 251 – 270.
- Watts, R. L. 2003. "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications." *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, September: 207 –221.
- Wilson, G.P. 1987. "The Incremental information Content of the Accrual and funds Components of Earnings after Controlling for Earnings." *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, April: 293 – 322.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2007. *Standar Akuntansi Keuangan*. Penerbit: Salemba Empat. Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research. 2006. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta.