

**PERAN PERSISTENSI LABA MEMPERLEMAH
HUBUNGAN ANTARA *EARNINGS OPACITY*
DENGAN *COST OF EQUITY* DAN
*TRADING VOLUME ACTIVITY***

**Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia
selain Sektor Keuangan dan Properti**

Disertasi

**Diajukan untuk Memperoleh Derajat Doktor
Dalam Ilmu Ekonomi Bidang Akuntansi Pada Program Studi
Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang**



**SUNARTO
NIM C5B003016**

**Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi
Universitas Diponegoro
Semarang
Juli 2008**

**PERAN PERSISTENSI LABA MEMPERLEMAH HUBUNGAN
ANTARA *EARNINGS OPACITY* DENGAN *COST OF EQUITY*
DAN *TRADING VOLUME ACTIVITY*
Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia
selain Sektor Keuangan dan Properti**

**Sunarto
NIM C5B003016**

Semarang, Juli 2008

**Telah Disetujui untuk Dipertahankan di Hadapan
Tim Penguji pada Ujian Tertutup Pra Promosi Doktor
Dalam Ilmu Ekonomi Bidang Akuntansi
Pada Progam Doktor Ilmu Ekonomi
Universitas Diponegoro oleh:**

Promotor

Prof. Dr. Arifin Sabeni, M.Com. (Hons), Akt

Ko-Promotor

Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM

Dr. M. Nasir, MSi, Akt

PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI

Penulis menyatakan dengan sebenarnya bahwa disertasi dengan judul Peran Persistensi Laba Memperlemah Hubungan antara *Earnings Opacity* dengan *Cost of Equity* dan *Trading Volume Activity* (Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia Selain Sektor Keuangan dan Properti) benar-benar merupakan karya sendiri, kecuali kutipan-kutipan yang semua telah penulis jelaskan sumbernya. Apabila di kemudian hari terbukti disertasi ini jiplakan, maka gelar dan ijazah yang diberikan Universitas batal penulis terima.

Semarang, Juli 2008

Penulis,

Sunarto

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah *robbil 'alamiin* segala puji syukur hamba-Mu panjatkan ke haridat-Mu Ya Allah, hanya atas ridlho dan rahmat-Mu, penulisan disertasi ini dapat diselesaikan. Penulisan disertasi ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian persyaratan dalam memperoleh derajat doktor Ilmu Ekonomi bidang Akuntansi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa tanpa ridlho dan rahmat-Nya, kesungguhan, kerja keras, serta bantuan dan dukungan dari banyak pihak, disertasi ini tidak akan pernah selesai. Pada kesempatan ini penulis berkenan menyampaikan ucapan terima kasih kepada yang terhormat Prof. Ir. Eko Budihardjo, MSc sebagai rektor ketika penulis menempuh studi dan Prof. Dr. dr. Susilo Wibowo, MS.Med., Sp.And selaku rektor saat ini yang telah memberi kesempatan untuk studi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis juga menyampaikan ucapan terima kasih yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat Prof. Drs. Y. Warella, MPA.Ph.D. sebagai direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang beserta jajarannya yang telah memberi kesempatan pada penulis sebagai bagian dari civitas akademika pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang. Penulis juga haturkan terima kasih yang setingg-tingginya kepada yang terhormat Bapak Dr. H.M. Chabachib sebagai dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang beserta jajarannya yang telah memberi kesempatan pada penulis sebagai bagian dari civitas akademika pada Fakultas Ekonomi Undip Semarang.

Tak lupa juga penulis haturkan terima kasih yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat Prof. Dr. Miyasto, SU sebagai direktur Program Doktor Ilmu Ekonomi Undip ketika penulis mengikuti awal kuliah S3 dan kepada yang terhormat Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Com, Akt sebagai direktur Program Doktor Ilmu Ekonomi saat ini beserta jajarannya yang telah memberikan kesempatan pada penulis untuk menyelesaikan studi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Undip.

Ucapan terima kasih penulis haturkan kepada yang terhormat Prof. Dr. Arifin Sabeni, M.Com.Hons, Akt sebagai promotor, Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM dan Dr. M. Nasir, MSi, Akt sebagai ko-promotor yang telah bersedia meluangkan waktu di tengah-tengah kesibukannya untuk berdiskusi, memberikan nasihat, bimbingan dan arahan kepada penulis sejak penulisan proposal sampai dengan penyelesaian disertasi ini. Tak lupa juga penulis ucapkan terima kasih kepada yang terhormat Dr. Jaka Isgiyarta, MSi, Akt sebagai pembimbing akademik yang telah memberikan masukan, bimbingan dan arahan dalam penyusunan pra-proposal.

Penulis juga sampaikan ucapan terima kasih yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Com, Akt, Dr. Abdul Rohman, MSi, Akt, Dr. Tarmizi Ahmad, MBA, Akt, Dr. M. Syafruddin, MSi, Akt yang telah memberi masukan dan kritikan kepada penulis sejak mulai penyusunan proposal sampai dengan penyelesaian disertasi. Ucapan terima kasih juga penulis sampaikan kepada Bapak dan Ibu dosen serta teman-teman mahasiswa pada program Magister Akuntansi dan Program Doktor Ilmu Ekonomi yang telah

memberi masukan, baik secara langsung maupun tidak langsung dalam penulisan disertasi ini.

Pada kesempatan ini, penulis juga mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada yang terhormat Dra. Widhy Setyowati, MM, Akt dan Drs. H.M. Fauzan, SH, MS selaku Ketua STIE Stikubank saat penulis kuliah S3 dan kepada yang terhormat Prof. Dr. Y. Sutomo, MM selaku rektor Universitas Stikubank Semarang beserta jajarannya serta kepada yang terhormat Prof. H. Hadi Wuryan, SH, CN, MH (alm) dan FX Budi Dharmakusuma, SE, MM selaku Ketua Yayasan Pembina dan Penerbit Mahasiswa Indonesia atas segala motivasi dan dukungannya serta telah memberi ijin untuk studi lanjut dan dukungan finansial. Ucapan terima kasih juga penulis sampaikan kepada yang terhormat Koordinator Kopertis Wilayah VI Jawa Tengah beserta jajarannya dan kepada seluruh pengurus Beasiswa Program Pascasarjana (BPPs) beserta jajarannya yang telah membantu penulis untuk dukungan finansialnya hingga terselesaikannya studi ini.

Penulis juga mengucapkan rasa terima kasih kepada rekan-rekan dosen dan karyawan STIE Stikubank dan Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank serta seluruh rekan-rekan dosen dan karyawan Universitas Stikubank Semarang atas doa, pengertian, dan motivasinya sehingga penulis dapat segera menyelesaikan studi. 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 disertasi ini.

Ucapan terima kasih yang amat sangat kepada yang tercinta Bapak Sulatin Soma Pawiro (alm) dan Ibu Suharti sebagai orang tua penulis yang telah melahirkan, mengasuh, membimbing dan mendidik penulis dengan rasa ikhlas dan penuh kasih sayang, sehingga penulis menjadi orang yang dewasa dan mandiri. Akhirnya untuk istri tercinta Wuryanti Iraswati dan anak-anakku tersayang Ridwan Alfian Noor, Risqi Noor Hidayati, Deasy Noor Farida, dan Oktarina Noor Hayati terima kasih atas kesabaran, perhatian, dukungan, dan doanya.

Atas semua dukungan dan bantuan semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu, penulis mohon maaf dan dihaturkan ucapan terima kasih yang tak terhingga, semoga Allah SWT memberikan rahmat dan berkah yang berlimpah.

Penulis menyadari bahwa disertasi ini masih mempunyai keterbatasan dan kekurangan, walaupun penulis telah berusaha semaksimal mungkin untuk membenahi keterbatasan dan kekurangan. Dengan penuh kesadaran, penulis hanya manusia biasa yang tak luput dari kesalahan dan kekhilafan. Oleh karenanya, penulis memohon maaf kepada semua pihak yang terkait dengan penulisan disertasi ini. Harapan penulis, karya ini dapat memberikan banyak manfaat bagi para pembaca.

Semarang, Juli 2008

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR IDENTITAS DAN PERSETUJUAN	ii
PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI	iii
KATA PENGANTAR	iv
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR SINGKATAN	xiv
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
DAFTAR GAMBAR	xviii
ABSTRAK	xix
ABSTRACT.....	xx
INTISARI	xxi
BAB I: PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	17
1.3. Orisinalitas	19
1.4. Manfaat Penelitian	22
1.5. Tujuan Penelitian	24
BAB II: TELAAH PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS.....	26
2.1. Telaah Pustaka	26
2.1.1. Teori Dasar (<i>Grand Theory</i>)	26

2.1.2. Konsep <i>Earnings Opacity</i>	38
2.1.2.1. <i>Earnings Aggressiveness</i>	39
2.1.2.2. <i>Earnings Smoothing</i>	41
2.1.3. Konsep Persistensi laba	45
2.1.4. Konsep Pemoderasi Persistensi laba	50
2.1.5. Konsep <i>Cost of Equity</i>	54
2.1.5.1. Penentuan <i>Cost of Equity</i> berbasis CAPM	55
2.1.5.2. Penentuan <i>Cost of Equity</i> berbasis <i>Price</i> <i>Earnings Growth Model</i>	57
2.1.5.3. Penentuan <i>Cost of Equity</i> berbasis <i>Dividend</i> <i>Growth Model</i>	58
2.1.6. Konsep <i>Trading Volume Activity</i>	61
2.1.7. Variabel Kontrol	62
2.2. Penelitian Rujukan	66
2.2.1. Studi Hubungan Persistensi Laba dan <i>Cost of Equity</i> ...	66
2.2.2. Studi Hubungan <i>Earnings Opacity</i> dan <i>Cost of Equity</i> ...	72
2.2.2.1. Studi Hubungan antara <i>Earnings Aggressiveness</i> dan <i>Cost of Equity</i>	73
2.2.2.2. Studi Hubungan antara <i>Earnings Smoothing</i> dan <i>Cost of Equity</i>	76
2.2.3. Studi tentang Hubungan antara <i>Earnings Opacity</i> dan <i>Trade Volume</i>	78
2.2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis	86

2.3. Perumusan Hipotesis	91
2.3.1. Hipotesis tentang Hubungan antara <i>Earnings</i> <i>Aggressiveness</i> dan <i>Cost of Equity</i>	91
2.3.2. Hipotesis tentang Hubungan antara <i>Earnings</i> <i>Smoothing</i> dan <i>Cost of Equity</i>	94
2.3.3. Hipotesis tentang Hubungan antara Persistensi Laba dan <i>Cost of Equity</i>	96
2.3.4. Hipotesis tentang Interaksi antara Persistensi Laba dan <i>Earnings Aggressiveness</i> terhadap <i>Cost of Equity</i>	97
2.3.5. Hipotesis tentang Interaksi antara Persistensi Laba dan <i>Earnings Smoothing</i> terhadap <i>Cost of Equity</i>	99
2.3.6. Hipotesis tentang Hubungan antara <i>Earnings</i> <i>Aggressiveness</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	101
2.3.7. Hipotesis tentang Hubungan antara <i>Earnings</i> <i>Smoothing</i> dan <i>Trading Volume Activity</i>	102
2.3.8. Hipotesis tentang Hubungan antara Persistensi Laba dan <i>Trading Volume Activity</i>	105
2.3.9. Hipotesis tentang Interaksi antara Persistensi Laba dan <i>Earnings Aggressiveness</i> terhadap <i>TVA</i>	106
2.3.10. Hipotesis tentang Interaksi antara Persistensi Laba dan <i>Earnings Smoothing</i> terhadap <i>TVA</i>	108
BAB III: METODE PENELITIAN	110
3.1. Populasi dan Sampel Penelitian	110
3.2. Jenis dan Sumber Data	114

3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	115
3.3.1. Definisi Operasional Variabel	115
3.3.2. Pengukuran Variabel	118
3.4. Teknik Analisis	119
3.4.1. Teknik Analisis Model Regresi <i>Pertama</i>	120
3.4.1.1. Regresi <i>Direct</i>	121
3.4.1.2. Regresi <i>Interaksi</i>	121
3.4.2. Teknik Analisis Model Regresi <i>Kedua</i>	121
3.4.2.1. Regresi <i>Direct</i>	122
3.4.2.2. Regresi <i>Interaksi</i>	122
3.5. Pengujian Asumsi Klasik.....	122
3.6. Uji Model dan Uji Hipotesis.....	125
3.6.1. Uji Model	125
3.6.1.1. Perluasan Uji Model Regresi	127
3.6.1.2. Perluasan Uji Konsep Pengukuran	128
3.6.2. Uji Hipotesis	132
BAB IV: HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	133
4.1. Hasil Penelitian.....	133
4.1.1. Statistik Deskriptif.....	133
4.1.2. Hasil Pengujian Spesifikasi Model dan Kekuatan Model..	139
4.1.2.1. Hasil Pengujian Spesifikasi Model <i>Pertama</i>	141
4.1.2.2. Kriteria Pemilihan Model <i>Pertama</i>	153
4.1.2.3. Perluasan Uji Model	155
4.1.2.4. Ringkasan Kriteria Pemilihan Model <i>Pertama</i> ..	169
4.1.2.5. Pengukuran Pengujian <i>Cost of Equity</i>	171
4.1.2.6. Kesimpulan Hasil Uji Model <i>Pertama</i>	178

4.1.2.7. Hasil Pengujian Spesifikasi Model <i>Kedua</i>	183
4.1.3. Hasil Pengujian Hipotesis.....	198
4.1.3.1. Hasil Pengujian Hipotesis Model <i>Pertama</i>	198
4.1.3.1.1. Uji Hipotesis 1 (H1).....	199
4.1.3.1.2. Uji Hipotesis 2 (H2).....	199
4.1.3.1.3. Uji Hipotesis 3 (H3).....	200
4.1.3.1.4. Uji Hipotesis 4 (H4).....	201
4.1.3.1.5. Uji Hipotesis 5 (H5).....	202
4.1.3.2. Hasil Pengujian Hipotesis Model <i>Kedua</i>	203
4.1.3.2.1. Uji Hipotesis 6 (H6).....	204
4.1.3.2.2. Uji Hipotesis 7 (H7).....	205
4.1.3.2.3. Uji Hipotesis 8 (H8).....	206
4.1.3.2.4. Uji Hipotesis 9 (H9).....	207
4.1.3.2.5. Uji Hipotesis 10 (H10).....	208
4.2. Pembahasan.....	210
4.2.1. Pembahasan Model <i>Pertama</i>	210
4.2.1.1. Pembahasan Hasil Uji Model	211
4.2.1.2. Pembahasan Hasil Uji Konsep Pengukuran.....	219
4.2.1.3. Kesimpulan Hasil Uji Konsep Pengukuran.....	225
4.2.1.4. Kesimpulan Hasil Model <i>Pertama</i>	226
4.2.2. Pembahasan Pengujian Model <i>Kedua</i>	230
4.2.2.1. Pembahasan Hasil Uji Model	231
4.2.2.2. Kesimpulan Hasil Uji Model <i>Kedua</i>	236
4.2.3. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis.....	239
4.2.3.1. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Model <i>Pertama</i>	240
4.2.3.1.1. Pembahasan Hipotesis Pertama (H1) ..	240

4.2.3.1.2. Pembahasan Hipotesis Kedua (H2) ...	242
4.2.3.1.3. Pembahasan Hipotesis Ketiga (H3) ...	244
4.2.3.1.4. Pembahasan Hipotesis Keempat (H4)..	246
4.2.3.1.5. Pembahasan Hipotesis Kelima (H5)...	247
4.2.3.2. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Model <i>Kedua</i> ...	249
4.2.3.2.1. Pembahasan Hipotesis Keenam (H6)...	249
4.2.3.2.2. Pembahasan Hipotesis Ketujuh (H7)...	250
4.2.3.2.3. Pembahasan Hipotesis Kedelapan (H8)	252
4.2.3.2.4. Pembahasan Hipotesis Kesembilan (H9)	254
4.2.3.2.5. Pembahasan Hipotesis Kesepuluh (H10)	255
4.2.4. Ringkasan Hasil Temuan.....	257
4.2.4.1. Ringkasan Hasil Uji Model	257
4.2.4.2. Ringkasan Hasil Uji Konsep Pengukuran	259
4.2.4.3. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	260
BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN.....	261
5.1. Kesimpulan.....	261
5.2. Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Mendatang	264
5.3. Implikasi Kebijakan.....	265
5.3.1. Bagi Manajemen.....	265
5.3.2. Bagi Investor.....	266
5.3.3. Bagi Pengambil Kebijakan Akuntansi.....	266
5.3.4. Bagi Akademisi.....	266
DAFTAR PUSTAKA.....	268
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	275

DAFTAR SINGKATAN

AGRS	<i>Aggressiveness</i> (keagresifan)
AKRU	Akrual
AVG.TVA	<i>Average Trading Volume Activity</i>
BM	<i>Book to Market Ratio</i> (rasio nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas)
COE.DIV	<i>Cost of equity</i> berbasis <i>dividend growth model</i>
COE.rPEG	<i>Cost of equity</i> berbasis <i>price earnings growth model</i>
DIV	Dividen
DW	<i>Durbin-Watson test</i>
EAR.AGRS	<i>Earnings aggressiveness</i> (keagresifan laba)
EAR.PRST	<i>Earnings Persistence</i> (persistensi laba)
EAR.SMTH	<i>Earnings smoothing</i> (perataan laba)
MOD	Moderat
MODERAT1	Interaksi antara persistensi laba * <i>earnings aggressiveness</i>
MODERAT2	Interaksi antara persistensi laba * <i>earnings smoothing</i>
NIBE	<i>Net income before extraordinary items</i>
PRST.AKRU	Persistensi laba berbasis kualitas akrual
PRST.NIBE	Persistensi laba berbasis NIBE
PSAK	Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan
SIZE	Besaran (ukuran) perusahaan
SMTH	<i>Smoothing</i> (perataan)
TVA	<i>Trading volume activity</i> (aktivitas volume perdagangan)
VIF	<i>Varian Inflation Factor</i>

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1: Studi Empiris Akrual (<i>Earnings Aggressiveness</i>), <i>Earnings Smoothing</i> , Persistensi Laba, <i>Cost of Equity</i> , dan <i>Trading Volume Activity</i>	80
Tabel 3.1: Prosedur Pemilihan Sampel – Berbasis Dividen	112
Tabel 3.2: Prosedur Pemilihan Sampel – Berbasis TVA	113
Tabel 3.3: Pengukuran Variabel.....	118
Tabel 4.1: Statistik Deskriptif Model <i>Pertama</i>	134
Tabel 4.2: Statistik Deskriptif Model <i>Kedua</i>	138
Tabel 4.3: Hasil Uji Normalitas <i>Error</i> Model Utama <i>Direct</i>	143
Tabel 4.4: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Utama <i>Direct</i>	144
Tabel 4.5: Hasil Pengujian Model Regresi <i>Direct</i>	146
Tabel 4.6: Hasil Uji Normalitas <i>Error</i> Model Utama <i>Interaksi</i>	147
Tabel 4.7: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Utama <i>Interaksi</i>	148
Tabel 4.8: Hasil Pengujian Model Utama Regresi <i>Interaksi</i>	150
Tabel 4.9: Perbandingan Hasil Pengujian Model <i>Utama</i>	154
Tabel 4.10: Hasil Uji Normalitas <i>Error</i> Model <i>Kontekstual</i>	157
Tabel 4.11: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model <i>Kontekstual</i>	158
Tabel 4.12: Hasil Regresi <i>Kontekstual</i>	159
Tabel 4.13: Perbandingan Hasil Regresi <i>Interaksi</i> dan <i>Kontekstual</i>	160
Tabel 4.14: Hasil Uji Normalitas <i>Error</i> Model <i>Alternatif - Direct</i>	157
Tabel 4.15: Hasil Uji Asumsi Klasik Model <i>Alternatif - Direct</i>	157
Tabel 4.16: Hasil Regresi <i>Alternatif - Direct</i>	163
Tabel 4.17: Hasil Uji Normalitas <i>Error</i> Model <i>Alternatif - Interaksi</i>	165
Tabel 4.18: Hasil Uji Asumsi Klasik Model <i>Alternatif - Interaksi</i>	165
Tabel 4.19: Hasil Regresi <i>Alternatif - Interaksi</i>	166
Tabel 4.20: Perbandingan Hasil Regresi <i>Direct</i> dan <i>Interaksi</i>	168
Tabel 4.21: Perbandingan Model <i>Utama</i> , <i>Kontekstual</i> dan <i>Alternatif</i>	169
Tabel 4.22: Hasil Regresi <i>Interaksi</i> –Model <i>Alternatif 2</i>	173

Tabel 4.23: Hasil Regresi <i>Interaksi</i> –Model <i>Alternatif 3</i>	174
Tabel 4.24: Perbandingan Hasil Regresi Model <i>Alternatif 2</i> dan <i>3</i>	175
Tabel 4.25: Perbandingan Hasil Regresi Model <i>Alternatif 2</i> dan <i>Utama</i> ...	177
Tabel 4.26: Ringkasan Hasil Regresi <i>Utama</i>	179
Tabel 4.27: Ringkasan Hasil Regresi <i>Interaksi</i> – <i>Utama</i> dan <i>Alternatif</i>	181
Tabel 4.28: Ringkasan Model Regresi TVA - <i>Direct</i>	187
Tabel 4.29: Ringkasan Model <i>Utama</i> TVA - <i>Interaksi</i>	189
Tabel 4.30: Ringkasan Model <i>Utama</i> TVA - <i>Kontekstual</i>	191
Tabel 4.31: Perbandingan Regresi <i>Direct</i> , <i>Interaksi</i> dan <i>Kontekstual</i>	192
Tabel 4.32: Ringkasan Model <i>Alternatif</i> - TVA Regresi <i>Interaksi</i>	195
Tabel 4.33: Perbandingan Model <i>Utama</i> dan <i>Alternatif</i> - TVA <i>Interaksi</i>	197

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 : Ringkasan Variabel Penelitian-Dependen <i>Cost of Equity</i> ...	276
Lampiran 2 : Perhitungan <i>Cost of Equity</i> (Pendekatan <i>Dividend Growth</i>)	278
Lampiran 3 : Alternatif Perhitungan <i>Cost of Equity</i> berdasarkan Pendekatan <i>PEG Ratio</i>	282
Lampiran 4 : Perhitungan Persistensi Laba	288
Lampiran 5 : Perhitungan <i>Earnings Aggressiveness</i>	296
Lampiran 6 : Perhitungan <i>Earnings Smoothing</i>	298
Lampiran 7 : Ringkasan Variabel Kontrol	302
Lampiran 8 : Daftar Perusahaan yang Mempublik Laporan Keuangan (1 – 20 Hari) sejak Tanggal Laporan	307
Lampiran 9 : Data Laporan Keuangan 2004, 2005, dan 2006	315
Lampiran 10: Data Perdagangan Saham bagi Perusahaan yang Aktif	327
Lampiran 11: Perhitungan Persistensi Laba berbasis NIBE-Dependen TVA	345
Lampiran 12: Perhitungan Persistensi Laba berbasis Kualitas Akrual-Dependen <i>Trading Volume Activity</i>	347
Lampiran 13: Rincian <i>B/M Ratio, Log Market Capitalization, Log Assets</i>	357
Lampiran 14: Hasil Pengujian Model-Dependen <i>Cost of Equity</i>	359
Lampiran 15: Uji Model Alternatif-Dependen <i>Cost of Equity</i>	363
Lampiran 16: Hasil Analisis Model-Dependen <i>Trading Volume Activity</i> ...	372
Lampiran 17: Hasil Analisis Model Alternatif-Dependen <i>Trading Volume Activity</i>	419
Lampiran 18: Glossary	435
Lampiran 19: Daftar Riwayat Hidup	438

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1: Model <i>Principal-Agent</i>	27
Gambar 2.2: Model Hubungan <i>Principal-Agent</i> (Urutan Arus Informasi)..	28
Gambar 2.3: Peran Persistensi Laba terhadap Hubungan antara <i>Earnings Opacity</i> dengan <i>Cost of Equity</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> ..	87
Gambar 3.1: Posisi Angka Durbin Watson.....	125
Gambar 4.1: Hasil Uji Posisi Angka Durbin Watson Model Utama <i>Direct</i> ..	145
Gambar 4.2: Hasil Uji Posisi Angka Durbin Watson Model Utama <i>Interaksi</i>	150

ABSTRAK

Studi ini bertujuan untuk menguji apakah persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Tujuan spesifik penelitian adalah untuk menguji apakah persistensi laba berperan memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Kegunaan penelitian adalah menjelaskan dan memperluas penelitian sebelumnya mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*.

Studi ini menggunakan sampel perusahaan yang membagi dividen dan sahamnya aktif diperdagangkan Bursa Efek Jakarta (BEJ) masing-masing 94 dan 109 perusahaan. Studi ini menggunakan dua periode observasi: 2004/2005 dan 2005/2006. Studi ini menguji hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*), persistensi laba, interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness*, interaksi persistensi laba dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Metode analisis menggunakan regresi berganda berdasarkan model *hierarchies* dua tahap: regresi *direct* dan *indirect*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE adalah *robust* sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) 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*. Persistensi laba berbasis NIBE juga memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Sementara, *earnings aggressiveness* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*.

Kata kunci: persistensi laba, keaburan laba, keagresifan laba, perataan laba, biaya modal, dan aktivitas volume perdagangan saham.

ABSTRACT

This study aims to investigate whether the role of earnings persistence and its interaction with earnings opacity on the cost of equity and trading volume activity. Specifically, this study examine whether earnings persistence have robustness to weak association between earnings aggressiveness and earnings smoothing with cost of equity and trading volume activity. The contribution of this study is explain and explore the previous research about the role of earnings persistence on the association between earnings opacity with cost of equity and trading volume activity.

This study uses sample of the firm which divide of dividend and active traded of share in the Jakarta Stock Exchange of 94 and 109 firms, respectively. This study uses two observation periods: 2004/2005 and 2005/2006. This study to examine the association between earnings opacity (earnings aggressiveness and earnings smoothing), earnings persistence, interaction of earnings persistence and earnings aggressiveness, interaction of earnings persistence and earnings smoothing on the cost of equity and trading volume activity. Method of analysis uses multiple regression based on two-stage hierarchies model: direct and indirect regressions.

Result of this study shows that NIBE based earnings persistence is robust as the moderating variable on the association between earnings opacity (earnings aggressiveness and earnings smoothing) 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. So, that NIBE based earnings persistence to weak on the association between earnings smoothing and dividend growth based cost of equity. While, earnings aggressiveness to negative impact on trading volume activity.

Keywords: earnings persistence, earnings opacity, earnings aggressiveness, earnings smoothing, cost of equity, and trading volume activity.

INTISARI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* dengan biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham. Secara lebih spesifik, tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah persistensi laba mampu memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham.

Masalah utama dalam penelitian ini adalah: apakah persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan aktivitas volume perdagangan saham? Masalah tambahan dalam penelitian ini adalah: *proxy* manakah yang lebih tepat untuk mengukur persistensi laba dan *cost of equity*? Kegunaan utama penelitian ini adalah memperluas penelitian sebelumnya, terutama pengaruh interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* terhadap biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham. Penelitian ini diharapkan memberikan sumbangan secara teoritis, terutama pengembangan model prediksi terhadap biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham.

Teori dasar (*grand theory*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori keagenan (*agency theory*), terutama motivasi manajemen yang didasari oleh *signaling*. Penelitian ini dikelompokkan ke dalam dua model. *Pertama*, model untuk memprediksi biaya modal (*cost of equity*); dan *kedua*, model untuk memprediksi *trading volume activity*. Konsep yang digunakan untuk mengukur persistensi laba didasarkan pada dua pendekatan, yaitu persistensi laba berbasis *net income before extraordinary items* (NIBE) dan persistensi laba berbasis kualitas akrual. Konsep yang digunakan untuk mengukur *earnings aggressiveness* didasarkan pada konsep total atau *level* akrual; sedangkan konsep untuk mengukur *earnings smoothing* didasarkan pada rasio standar deviasi NIBE terhadap standar deviasi *cash from operations* (CFO). Selanjutnya, konsep yang digunakan untuk mengukur *cost of equity* dibedakan ke dalam dua pendekatan, yaitu *cost of equity* berbasis *dividend growth model*, dan *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Sedangkan konsep *trading volume activity* didasarkan pada pengukuran rasio antara *log* nilai transaksi terhadap *log* nilai kapitalisasi pasar.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang memenuhi kriteria berikut. *Pertama*, perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tiga tahun terakhir (2004 – 2006). *Kedua*, perusahaan yang melakukan publikasi laporan keuangan selambat-lambatnya 4 bulan sejak tanggal laporan keuangan. *Ketiga*, pada saat publikasi laporan keuangan, perusahaan mencantumkan besaran pembagian dividen. *Keempat*, perusahaan yang sahamnya secara aktif ditransaksikan minimal sembilan hari sejak tanggal publikasi laporan keuangan. *Kelima*, tidak ada data *outliers*. Data diperoleh dari publikasi laporan keuangan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) 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; (2) besaran dividen yang dibagi; dan (3) volume perdagangan saham.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dengan model regresi *hierarchies* dua tahap, yaitu regresi *direct* dan *indirect*. Selanjutnya, regresi *indirect* di-*breakdown* ke dalam dua model yaitu model *interaksi* dan model *kontekstual*. Model regresi *kontekstual* digunakan sebagai perluasan model yang berfungsi untuk menguji kekuatan model *direct* dan/ atau model *interaksi*. Masing-masing teknik analisis ini digunakan pada model *pertama* yaitu regresi untuk memprediksi biaya modal (*cost of equity*); dan pada model *kedua* yaitu regresi untuk memprediksi *trading volume activity*. Regresi pada model *pertama* dibedakan ke dalam dua model regresi, yaitu model regresi *utama* dan model regresi *alternatif*. Model regresi *utama* merupakan model regresi persistensi laba berbasis NIBE diregres pada *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Sedangkan model regresi *alternatif* dibedakan lagi menjadi tiga model, yaitu model regresi *alternatif 1*, *alternatif 2*, dan *alternatif 3*. Model regresi *alternatif 1* merupakan model regresi persistensi laba berbasis kualitas akrual diregres pada *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Model regresi *alternatif 2* merupakan model regresi persistensi laba berbasis NIBE diregres pada *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Model regresi *alternatif 3* merupakan model regresi persistensi laba berbasis kualitas akrual diregres pada *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Model regresi *alternatif* tersebut berfungsi untuk menguji konsep pengukuran persistensi laba dan *cost of equity*. Pada model *alternatif 1* berfungsi untuk menguji NIBE sebagai *proxy* pengukuran persistensi laba dibandingkan dengan berbasis kualitas akrual; sedangkan pada model *alternatif 2* dan *alternatif 3* berfungsi untuk menguji *proxy* pengukuran *dividend growth model* sebagai *proxy cost of equity* dibandingkan dengan berbasis *price earnings growth model*.

Selanjutnya, regresi pada model *kedua*, yaitu model regresi untuk memprediksi *trading volume activity* (TVA) juga dibedakan ke dalam dua model regresi, yaitu model regresi *utama* dan model regresi *alternatif*. Model regresi *utama* merupakan model regresi persistensi laba berbasis NIBE diregres pada *trading volume activity*. Sedangkan model regresi *alternatif* merupakan model regresi persistensi laba berbasis kualitas akrual diregres pada *trading volume activity*. Model regresi *alternatif* berfungsi untuk menguji *proxy* pengukuran persistensi laba berbasis kualitas akrual dibandingkan dengan berbasis NIBE.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE adalah *robust* sebagai variabel pemoderasi (terutama sebagai variabel interaksi) yang berfungsi memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, dan hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Sesuai dengan *agency theory* khususnya motivasi *signaling*, strategi NIBE tepat digunakan sebagai sinyal pertumbuhan dividen (*dividend growth*). *Dividend growth model* adalah model yang lebih *robust* untuk mengukur biaya modal (*cost of equity*) daripada *price earnings growth model*.

Earnings aggressiveness terbukti sebagai variabel yang dominan dan secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA. Sedangkan persistensi laba terbukti tidak mampu berperan memperlemah hubungan, tetapi justru memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*; dan hubungan hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*.

Sesuai dengan motivasi *signaling*, strategi akrual tepat sebagai sinyal perdagangan saham. Perubahan total akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* tepat sebagai dimensi kekaburan laba (*earnings opacity*) yang direaksi negatif oleh pasar (khususnya aktivitas perdagangan saham).

Hasil penelitian ini bermanfaat bagi 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 (*dividend growth*). Sesuai dengan *agency theory*, hasil penelitian ini merupakan sinyal untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Kebijakan total akrual yang tercermin dalam keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) dapat digunakan sebagai sinyal negatif terhadap perdagangan saham. Namun secara keseluruhan, manajemen perlu mempertimbangkan modal kerja akrual (dalam laporan neraca) sebagai cermin dari kualitas akrual. Bagi investor dapat menggunakan informasi keuangan, terutama laporan laba-rugi dan lebih khusus lagi dari aktivitas normal (NIBE) sebagai informasi untuk keputusan investasi jangka panjang. Sedangkan para pelaku pasar dapat menggunakan informasi keuangan, terutama neraca dan lebih khusus lagi perubahan total akrual untuk keputusan investasi jangka pendek. Bagi penyusun standar akuntansi dapat digunakan sebagai masukan dalam membuat kebijakan akuntansi terutama yang terkait dengan kebijakan akrual, sehingga keagresifan laba dapat diminimalkan. Kebijakan akrual lebih difokuskan pada modal kerja, sehingga kualitas akrual dapat dipertahankan. Bagi akademisi, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pemikiran untuk pengembangan penelitian di bidang akuntansi terutama yang terkait dengan persistensi laba, keagresifan laba, dan perataan laba. Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk pengembangan penelitian di bidang keuangan terutama yang terkait dengan penentuan biaya modal (lebih khusus lagi *cost of equity*) dan studi pasar modal (khususnya TVA).

Perilaku data dari sampel penelitian menunjukkan banyak data yang terdistribusi tidak normal. Misalnya pada Model *Pertama* didapat sampel 94 observasi, namun data yang dapat dianalisis hanya 76 observasi (18 diantaranya merupakan data *outliers*). Dari 76 observasi dengan 8 variabel penelitian yang dimasukkan ke dalam model, hanya 2 variabel yang mempunyai nilai *mean* lebih besar daripada standar deviasi; dan 6 variabel lainnya mempunyai nilai *mean* lebih kecil daripada standar deviasinya. Demikian pula pada Model *Kedua* didapat 109 observasi, namun data yang dapat dianalisis hanya 88 observasi (21 diantaranya merupakan data *outliers*). Variabel yang dimasukkan ke dalam Model *Kedua* didapat *mean* lebih besar daripada standar deviasinya hanya 3 variabel; sedangkan 5 variabel lainnya mempunyai nilai *mean* lebih kecil daripada standar deviasi. Perilaku data tersebut akan membawa implikasi mengurangi kemampuan prediksi dari model yang diajukan, karena sangat dimungkinkan berhubungan dengan *error*. Pada penelitian mendatang disarankan untuk melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang menyebabkan perilaku data tidak normal, khususnya yang berhubungan dengan persistensi laba, *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, *cost of equity*, dan *trading volume activity*.

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.

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 1 menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan dalam rangka membuat keputusan-keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban manajemen atas penggunaan sumber-sumber daya yang dipercayakan kepada mereka. Dalam rangka mencapai tujuan tersebut, suatu laporan keuangan menyajikan informasi mengenai perusahaan yang meliputi: aktiva, kewajiban, ekuitas, pendapatan dan beban termasuk keuntungan dan kerugian, dan arus kas (paragraf 05). Selanjutnya, dinyatakan 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 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*. *Earnings* didefinisikan sebagai laba operasi dibagi total assets. 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. Sebagai pembanding, pada penelitian ini juga menggunakan persistensi laba berbasis

kualitas akrual. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa sebagian besar laba yang didapat oleh perusahaan berasal dari akrual, dan sesuai dengan PSAK No. 1 (paragraf 19).

Berdasarkan PSAK No. 1 dan 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. Misalnya kebijakan kredit dan pencatatan saldo piutang, peningkatan persediaan yang tidak disebabkan oleh volume bisnis; penurunan hutang dan kewajiban akrual diskresi lainnya. Healy (1985) menyatakan bahwa akrual diskresi digunakan sebagai *proxy* 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 opacity* merupakan distribusi laporan laba perusahaan gagal memberikan informasi mengenai distribusi laba ekonomi. Laporan laba perusahaan sama dengan laba ekonomi yang tak terukur (*unobservable*) ditambah *noise term*.

Selanjutnya, *earnings opacity* diukur berdasarkan tiga dimensi pengukuran laba yaitu *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing* dan *loss avoidance*. *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*). *Earnings aggressiveness* diukur berdasarkan total akrual yang terdiri dari komponen-komponen berikut: perubahan total aktiva lancar, kewajiban lancar, kas, kewajiban jangka panjang jatuh tempo pada tahun berjalan, depresiasi dan amortisasi, dan perubahan hutang pajak.

Earnings smoothing merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu. Eckel (1981) menyatakan bahwa *income smoothing* dibedakan dalam dua *streams*: *naturally smooth* dan *intentionally smoothed by management*. Pada *stream* pertama, dinyatakan bahwa *income smoothing* terjadi secara alami (*naturally*), dan merupakan proses yang secara melekat (*inherently*) menghasilkan *smooth income stream*; sedangkan pada *stream* kedua, *income smoothing* terjadi karena manajemen menggunakan teknik *real smoothing* atau *artificial smoothing*. *Real smoothing* terjadi ketika manajemen mengambil tindakan (*actions*) pada saat struktur ekonomi (*revenue generating*) menghasilkan *income smoothing*. Sedangkan *artificial smoothing* terjadi ketika manajemen memanipulasi *timing* akuntansi untuk menghasilkan *income smoothing*. Moses (1987) juga menyatakan bahwa dalam literatur *income smoothing*, manajemen lebih banyak menggunakan metode akuntansi untuk mengurangi fluktuasi laba daripada memaksimalkan atau meminimalkan laba.

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan akrual dapat menciptakan persistensi laba; atau dapat juga menciptakan kekaburan laba. Kebijakan akrual yang menghasilkan persistensi laba adalah kualitas akrual (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002); sedangkan kebijakan akrual yang menghasilkan kekaburan 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.

Laporan laba yang mengandung keaburan laba (*earnings opacity*), selanjutnya diprediksikan akan mempengaruhi *cost of equity*, khususnya berbasis dividen. Jika laba mengandung keaburan, 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 opacity* dapat diukur dari *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. *Earnings aggressiveness* diasumsikan menciptakan keaburan laba, karena laporan laba mengarah pada *overstate earnings* sehingga laba akuntansi tidak dapat mengukur kinerja ekonomi. Jika *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* 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 aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Jika *required rate of return* digunakan sebagai dasar penentuan dividen, maka *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* berdampak pada peningkatan dividen. Selanjutnya, jika dividen

digunakan sebagai dasar penentuan biaya ekuitas, maka *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* diprediksikan akan meningkatkan *cost of equity*.

Earnings aggressiveness dan *earnings smoothing* yang mengarah pada *earnings opacity* diprediksikan akan mempengaruhi reaksi pasar (dalam hal ini *trading volume activity*). Apabila laba akuntansi tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya (laba menjadi kabur atau *opaque*), maka pasar akan melakukan reaksi negatif. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa *earnings opacity* akan membawa keraguan para investor dalam melakukan transaksi perdagangan saham, sehingga sebagian besar investor akan menahan (*hold*) saham yang dipegangnya. Jika sebagian besar investor menahan saham yang dipegangnya, maka transaksi perdagangan saham menurun. Jika sampel perusahaan dan tahun pengamatan diasumsikan konstan, maka *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* diprediksikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Argumentasi ini juga didukung oleh Bhattacharya *et al.* (2003) menyatakan bahwa jika laba akuntansi tidak dapat menggambarkan secara benar mengenai laba ekonomi, maka pasar akan melakukan reaksi negatif terhadap laporan laba perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan akrual yang dilakukan oleh manajemen dapat menciptakan persistensi laba dan kekaburan laba (*earnings opacity*). Atas dasar motivasi *signaling*, persistensi laba diharapkan dapat menurunkan *earnings opacity* yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Pemoderasian antara persistensi laba terhadap *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* diharapkan memperlambat hubungan antara *earnings*

aggressiveness dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*.

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*.

Sementara 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. Sedangkan pada model interaksi, variabel pemoderasi dan variabel interaksi dimasukkan ke dalam model regresi, sehingga dalam model regresi terdiri dari variabel asli, pemoderasi, dan interaksi antara variabel pemoderasi dan variabel asli.

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 berbasis NIBE, *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, dan biaya ekuitas digunakan model interaksi.

Pada penelitian ini, persistensi laba berbasis NIBE digunakan sebagai variabel *moderating* terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa jika laba membawa keinformasian mengenai laba periode mendatang (persisten), maka persistensi laba tersebut dapat menurunkan *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*), sehingga interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* 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 opacity* adalah positif.

Berdasarkan uraian tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dengan *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*. Demikian pula interaksi persistensi laba dan *earnings smoothing* diharapkan

memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* terhadap *cost of equity*.

Pemoderasian hubungan antara persistensi laba dan *earnings opacity* juga diharapkan mempengaruhi aktivitas volume perdagangan. Jika laporan laba yang disajikan oleh manajemen membawa keinformasian laba, maka laba yang persisten diharapkan dapat memberikan sinyal positif bagi para pengguna laporan. Jika sinyal positif tersebut mempengaruhi reaksi para pemakai laporan (misalnya dalam bentuk aktivitas volume perdagangan), maka persistensi laba diharapkan berpengaruh positif terhadap *trading volume activity* (TVA). Sebaliknya, jika laporan laba tidak membawa keinformasian mengenai laba periode mendatang sehingga laba menjadi kabur, maka kekaburan laba (*earnings opacity*) dapat menimbulkan sinyal negatif bagi para pemakai laporan. Jika sinyal negatif tersebut mempengaruhi reaksi para pemakai laporan, maka dapat diduga bahwa *earnings opacity* berpengaruh negatif terhadap TVA. Argumentasi ini didasarkan pada asumsi bahwa TVA adalah konstan untuk perusahaan dan periode observasi.

Beberapa bukti empiris mengenai hubungan antara *earnings aggressiveness* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity* masih menunjukkan hasil berbeda. Misalnya, Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*; dan signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. 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)*.

Demikian pula bukti empiris mengenai *earnings smoothing* juga masih menunjukkan hasil yang kontradiktif. Misalnya, Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings smoothing* tidak signifikan terhadap *cost of equity*; tetapi signifikan negatif terhadap *trading volume*. Sementara, Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *smoothness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Tucker dan Zarowin (2006) juga menunjukkan bahwa interaksi antara *income smoothing* dan *accrual quality* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *dividend stock return*. Secara konseptual, kebijakan *earnings smoothing* yang mengarah pada *earnings opacity*, seharusnya berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Hal ini didasarkan pada argumentasi, bahwa *earnings opacity* akan membawa keraguan para investor dalam melakukan transaksi perdagangan saham, sehingga sebagian besar investor akan menahan (*hold*) saham yang dipegangnya, dan sebagai dampaknya *trading volume activity* menurun.

Bukti empiris mengenai hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity* 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. Sedangkan Tucker dan Zarowin (2006) mengukur persistensi laba atas dasar *earnings per share* (EPS) saat ini terhadap EPS periode sebelumnya. Tucker dan Zarowin 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*.

Bukti empiris tersebut, perlu diperluas untuk menghubungkan antara persistensi laba dan *trading volume*. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa sesuai dengan motivasi *signaling*, laporan laba yang disajikan oleh manajemen dapat digunakan sebagai sinyal terhadap reaksi pasar (dalam hal ini *trading volume activity*). Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian mengenai hubungan antara persistensi laba dan *trading volume activity*. Apabila laporan laba saat ini membawa keinformasian laba periode mendatang (persisten), maka persistensi laba diharapkan berpengaruh positif terhadap *trading volume activity*. Sebaliknya, jika laba saat ini membawa kekaburan laba (*earnings opacity*), maka *earnings opacity* diprediksikan berhubungan negatif dengan *trading volume activity*. Berdasarkan argumentasi tersebut, maka bukti empiris juga perlu diperluas untuk membuktikan bagaimana peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* dan *trading volume activity*.

Disamping persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan *earnings smoothing*; juga terdapat faktor fundamental yang lain seperti *book-to-market ratio (BM)* dan besaran perusahaan (*Size*) diprediksikan mempengaruhi pertumbuhan *dividend (cost of equity)* dan aktivitas volume perdagangan. 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*. Mengacu pada penelitian terdahulu, *book-to-market ratio (BM)* diukur dari rasio antara *log book value of equity* terhadap *log market value equity* pada akhir tahun fiskal $t-1$; sedangkan *Size* diukur dari *log market value* tahun $t-1$ (Francis *et al.*, 2004; dan Desai *et al.*, 2004).

Beberapa bukti empiris mengenai hubungan antara B/M dan *SIZE* dengan *cost of equity* dan aktivitas volume perdagangan 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 opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Kedua, menguji hubungan antara persistensi laba dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Ketiga, memperluas penelitian sebelumnya untuk menguji apakah persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas menunjukkan bahwa persistensi laba, *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* akan mempengaruhi biaya modal (khususnya *cost of equity*) dan aktivitas volume perdagangan saham. Interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* diharapkan dapat berperan memoderasi hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Dengan demikian rumusan masalah dapat dinyatakan sebagai berikut. Bagaimana peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan biaya ekuitas (*cost of equity*). Bagaimana pula peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*).

Argumentasi tersebut didasarkan pada pertimbangan berikut. Pertama, interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) diharapkan akan menurunkan keaburan laba (*less opaque/less garbles*). Kedua, persistensi laba akan meningkatkan keinformasian laba (*more earnings informativeness*), sehingga

pertumbuhan dividen (sebagai *proxy cost of equity*) dan aktivitas volume perdagangan saham 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 *earnings smoothing* dengan *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 opacity* mampu menurunkan (memperlemah) hubungan *earnings opacity* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*. Sebaliknya, jika laba kurang persisten (yang berarti kualitas laba rendah), maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* akan meningkatkan (memperkuat) hubungan antara *earnings opacity* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*.

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

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

- (6) Bagaimana pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *trading volume activity* (TVA)?
- (7) Bagaimana pengaruh *earnings smoothing* terhadap TVA?
- (8) Bagaimana pengaruh persistensi laba terhadap TVA?
- (9) Apakah persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA?
- (10) Apakah persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA?

1.3. Orisinalitas

Dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini berbeda dalam beberapa hal. *Pertama*, pada penelitian ini memunculkan variabel baru yaitu persistensi laba berfungsi sebagai variabel *moderating* (khususnya sebagai *quasi moderator* dengan model interaksi). Interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan berperan memoderasi hubungan *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*. Interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* juga diharapkan berperan memoderasi hubungan *earnings smoothing* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*.

Kedua, teknik pengukuran variabel persistensi laba didasarkan pada *net income before extraordinary items* (NIBE). Selanjutnya, persistensi laba berbasis NIBE digunakan sebagai pemoderasi (khususnya model interaksi) terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *cost of equity*; dan hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings*

smoothing) dan *trading volume activity*. Apabila NIBE merupakan laba yang persisten, maka interaksi antara NIBE terhadap *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* adalah negatif, yang berarti persistensi laba berperan memperlemah hubungan antara *earnings opacity* dan *cost of equity*; dan memperlemah hubungan antara *earnings opacity* dan *trading volume activity*. Sebagai perluasan analisis dalam penelitian ini, persistensi laba juga diukur berdasarkan kualitas akrual. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa kualitas akrual juga merupakan faktor penentu kualitas laba (persistensi laba). Dengan perluasan analisis tersebut dapat diketahui *proxy* mana yang lebih tepat untuk mengukur persistensi laba (berbasis NIBE ataukah berbasis kualitas akrual). Hasil pengujian terhadap *proxy* persistensi laba ini diharapkan bermanfaat sebagai dasar bagi penelitian periode mendatang.

Ketiga, pengukuran *cost of equity* didasarkan pada pendekatan pertumbuhan dividen (*cost of equity* berbasis *dividend growth model*). Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa besarnya *required rate of return* sangat tergantung dari besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Pengukuran tersebut juga didasarkan pada argumentasi bahwa manajemen yang didasari oleh motivasi *signaling* berkewajiban meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (diantaranya melalui pertumbuhan dividen). Bagi manajemen, dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham merupakan biaya modal (*cost of equity*). Atas dasar motivasi *signaling*, laporan laba yang disajikan oleh pihak manajemen merupakan sinyal pertumbuhan dividen, yang berarti peningkatan *cost of equity*. Sebagai perluasan analisis, pada penelitian ini juga menggunakan pengukuran *cost of equity*

berbasis *price earnings growth*. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa *required rate of return* tergantung pada besarnya laba per lembar saham (*earning per share*, eps) dan dividen per lembar saham (*dividend per share*, dps). Pengukuran ini juga didasarkan pada pertimbangan bahwa pada literatur terdahulu *price earnings growth model* telah diketahui sebagai pengukur *cost of equity*. Selanjutnya, dua pendekatan pengukuran *cost of equity* tersebut diuji untuk mengetahui *proxy* mana yang lebih tepat, apakah *cost of equity* berbasis *dividend* ataukah berbasis *price earnings growth model*. Hasil pengujian ini bermanfaat sebagai dasar penelitian periode mendatang dalam penentuan *cost of equity*.

Keempat, metode analisis menggunakan regresi *interaksi* dengan tipe *quasi moderator*. Selanjutnya, untuk menguji ketepatan variabel pemoderasi, pada penelitian ini juga digunakan regresi *interaksi* dengan tipe *pure moderator*. Sebagai perluasan, juga digunakan model regresi *kontekstual* yang berfungsi untuk menguji kekuatan model (*robustness test*) terhadap model regresi *interaksi*. Perluasan uji model regresi ini diharapkan dapat ditemukan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) antara model *interaksi* dan *kontekstual*.

Kelima, perluasan analisis juga dilakukan dengan menggunakan model *alternatif*. Pada model *alternatif*, persistensi laba didasarkan pada kualitas akrual yang diuji dengan menggunakan regresi *interaksi* berbasis *quasi moderator*. Perluasan analisis tersebut digunakan untuk menentukan model terbaik dan *proxy* pengukuran yang paling tepat mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*.

1.4. Manfaat Penelitian

Kontribusi utama penelitian ini adalah perluasan penelitian, terutama peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Kontribusi penelitian ini dijabarkan sebagai berikut.

Pertama, penelitian ini diharapkan memberikan sumbangan secara teoritis, terutama pengembangan model prediksi terhadap biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham. Pada model ini, variabel persistensi laba diposisikan sebagai variabel moderating (khususnya interaksi). Interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* diharapkan mampu memoderasi hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Hasil pengujian model diharapkan bermanfaat sebagai dasar penelitian mendatang, khususnya penggunaan model interaksi berbasis *quasi moderator* mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. 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, dan Total Akrua/TA.

1.5. Tujuan Penelitian

Penelitian ini mempunyai dua tujuan utama. *Pertama*, penelitian ini memperluas penelitian sebelumnya mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dengan biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity, TVA*). *Kedua*, penelitian ini memperluas penelitian sebelumnya mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *TVA*.

Secara rinci, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

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

- (6) Menguji pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *trading volume activity* (TVA).
- (7) Menguji pengaruh *earnings smoothing* terhadap TVA.
- (8) Menguji pengaruh persistensi laba terhadap TVA.
- (9) Menguji pengaruh interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* terhadap TVA.
- (10) Menguji pengaruh interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* terhadap TVA.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dalam bab ini, disajikan telaah pustaka dan perumusan hipotesis yang mencakup: (1) studi tentang teori keagenan dan konsep-konsep mengenai persistensi laba, *earnings opacity*, *cost of equity*, *trading volume activity*; dan penelitian rujukan; dan (2) perumusan hipotesis. Penelitian rujukan menguraikan kajian hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*; hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity*; dan studi hubungan antara *earnings opacity* dan aktivitas volume perdagangan saham. Perumusan hipotesis mencakup hipotesis dan kerangka pemikiran teoritis mengenai hipotesis terhadap *cost of equity*, dan hipotesis terhadap *trading volume activity*. Secara rinci, telaah pustaka dan perumusan hipotesis disajikan berikut.

2.1. Telalah Pustaka

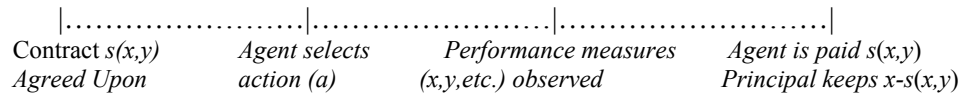
2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

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

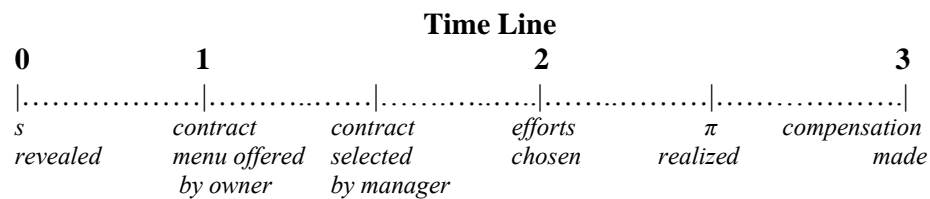


Pada gambar tersebut “ s ” merupakan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; “ y ” menunjukkan *vector* pengukuran kinerja berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (*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 (π). *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 (π) 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 (π) 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 *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 *me-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*). Disamping itu, juga didasarkan pada alasan apakah publikasi laporan keuangan tahunan dapat memberikan sinyal terhadap aktivitas perdagangan saham. 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).

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

uraian tersebut nampak bahwa persistensi laba mempunyai hubungan yang berlawanan arah dengan *earnings opacity*. Apabila manajemen didorong oleh motivasi *opportunistic* dalam menyajikan laporan laba, maka laporan laba tersebut mengarah pada *overstate earnings*; sehingga laba menjadi kabur (*opaque*) dalam arti laba akuntansi tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya.

Kebijakan manajemen yang didasari oleh motivasi *opportunistic* cenderung melakukan manipulasi laba melalui berbagai macam dimensi, seperti dimensi-dimensi *earning opacity: earnings aggressiveness, loss avoidance, dan earnings smoothing* (Bhattacharya *et al.*, 2003). *Earnings aggressiveness* adalah output dari kebijakan *aggressive accounting* dan merupakan cara terbaik yang digunakan oleh manajemen dalam memanipulasi laba, terutama dengan cara meningkatkan laba secara temporer (Penman, 2003). Kothari (2001) menyatakan bahwa dampak dari perusahaan yang melakukan *aggressive accounting* adalah nilai buku sekarang (*current book value*) aktiva dan laba lebih tinggi daripada nilai yang sesungguhnya.

Motivasi *opportunistic* juga mendorong perilaku manajemen untuk menyajikan laporan laba secara *smooth*. Manajemen melakukan *smoothing* laba mempunyai harapan bahwa kompensasi (*reward*) yang diterima dapat memuaskan dan adanya jaminan kompensasi dalam jangka panjang. Sesuai dengan literatur *income smoothing*, manajemen lebih banyak menggunakan metode akuntansi untuk mengurangi fluktuasi laba daripada memaksimalkan atau meminimalkan laba (Moses, 1987). Tindakan ini dilakukan untuk menjaga stabilitas laporan laba dari waktu ke waktu dengan harapan kinerja perusahaan dipandang *sustainable*.

Income-smoothing didefinisikan sebagai “an attempt on the part of the firm’s management to reduce abnormal variations in earnings to the extent allowed under sound accounting and management principles” (Beidleman, 1973 dalam Tucker dan Zarowin, 2006). *Income smoothing* diukur dari korelasi negatif antara perubahan *discretionary accruals* dan perubahan *pre-discretionary income*. Pengukuran ini mengasumsikan bahwa ada seri *income* yang di-manage pada awal periode (*pre-managed income*) dan manajer menggunakan *discretionary accruals* untuk membuat seri laporan laba yang *smooth*. Pada literatur lain, *smoothness* juga didefinisikan sebagai rasio antara standar deviasi *net income before extraordinary items* dibagi total assets awal periode terhadap standar deviasi arus kas operasi dibagi total assets pada awal periode. Semakin besar *smoothness* mengindikasikan laba kurang *smooth* (Francis *et al.*, 2004).

Kebijakan *aggressive accounting* dan *smoothing* akan menyebabkan adanya perbedaan informasi antara pihak manajemen dan para pemegang saham (investor). Rajan dan Saouma (2006) menyatakan bahwa manajemen secara relatif mempunyai informasi privat yang lebih baik dibandingkan dengan pemilik/ investor. Manajemen lebih suka membatasi informasi privat kepada pemilik/ investor; sementara investor lebih suka kualitas informasi yang dapat memaksimumkan kemakmurannya. Perbedaan informasi antara manajemen dan pemilik (pemegang saham) dapat dikurangi dengan cara memperbaiki kualitas laporan keuangan.

Berdasarkan *agency theory* tersebut, nampak bahwa kebijakan akrual yang dilakukan oleh manajemen didasarkan pada motivasi *opportunistic* dan motivasi *signaling*. Pada motivasi *opportunistic*,

manajemen *me-manage* akrual melalui kebijakan *aggressive accounting* dan *earnings smoothing*. Kebijakan *aggressive accounting* akan menghasilkan nilai buku sekarang (*current book value*) aktiva dan laba lebih tinggi daripada nilai yang sesungguhnya. Kebijakan ini akan menciptakan laba tidak informatif (*uninformative earnings*), sehingga mengarah pada *earnings opacity*. Kebijakan *earnings smoothing* juga akan mengarah pada *earnings opacity*, karena kebijakan ini akan menciptakan asimetri informasi antara manajemen dan pemilik (pemegang saham).

Secara relatif, manajemen mempunyai informasi privat yang lebih daripada pemilik, karena pemilik telah mendelegasikan wewenangnya kepada manajemen untuk mengelola perusahaan. Asimetri informasi tersebut dapat dikurangi dengan cara memperbaiki kualitas laporan keuangan. Atas dasar motivasi *signaling*, manajemen dapat memperbaiki kualitas laporan keuangan melalui angka-angka akuntansi yang mengarah pada persistensi laba. Perbaikan kualitas laporan keuangan melalui persistensi laba akan berfungsi untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pemilik. Dengan kata lain, persistensi laba berfungsi memperlemah hubungan terhadap *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*.

Mengacu pada *agency theory*, khususnya motivasi *signaling* maka dampak pemoderasi hubungan antara persistensi laba dan *earnings opacity* terhadap biaya modal dan aktivitas volume perdagangan saham dapat dijelaskan berikut. *Pertama*, persistensi laba dapat memberikan sinyal positif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. *Kedua*, persistensi laba dapat menurunkan *uninformative earnings* yang disebabkan oleh *earnings opacity* (*earnings*

aggressiveness dan *smoothing*) terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Ketiga, persistensi laba dapat memberikan sinyal positif terhadap *trading volume activity* (TVA). Keempat, persistensi laba dapat menurunkan *uninformative earnings* yang disebabkan oleh *earnings opacity* (keagresifan laba dan *smoothing*) terhadap *trading volume activity* (TVA).

Fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa pemegang saham mayoritas mempunyai kepemilikan lebih dari 70%, sedangkan pemegang saham minoritas mempunyai kepemilikan kurang dari 30% (ICMD, 2006). Sesuai dengan fenomena tersebut, maka problem *agency* yang terjadi pada pemegang saham mayoritas berhubungan dengan pertumbuhan dividen. Sementara problem *agency* pada pemegang saham minoritas berhubungan dengan aktivitas volume perdagangan. Hartono (2003) juga menyatakan bahwa transaksi perdagangan saham di Indonesia sangat kecil, sehingga tergolong pasar yang transaksinya tipis (*thin market*).

Berdasarkan *agency theory* dan fenomena tersebut, maka motivasi manajemen yang didasari oleh *signaling* dapat dibedakan ke dalam dua kelompok. Pertama, persistensi laba diasumsikan sebagai sinyal positif terhadap pertumbuhan dividen bagi para pemegang saham mayoritas. Selanjutnya, pertumbuhan dividen digunakan sebagai dasar penentuan biaya ekuitas (*cost of equity*). Demikian pula *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* diasumsikan meningkatkan laba tahun berjalan, sehingga kemakmuran para pemegang saham mayoritas meningkat melalui peningkatan dividen. Kedua, persistensi laba diprediksikan berpengaruh positif; sedangkan *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* diprediksikan berpengaruh negatif terhadap TVA. Sesuai

dengan fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa transaksi perdagangan saham tergolong *tipis*, maka diasumsikan bahwa pelaku pasar adalah para pemegang saham minoritas.

2.1.2. Konsep *Earnings Opacity*

Bhattacharya *et al.* (2003) memberikan definisi *earnings opacity* sebagai berikut:

“earnings opacity of a country as the extent to which the distribution of reported earnings of firms in that country fails to provide information about the distribution of the true, but unobservable, economic earnings of firms in that country. As reported earnings of a particular firm in a country equals unobservable economic earnings plus a noise term, earnings opacity of a country is simply the average lack of informativeness of reported earnings in that country.”

Berdasarkan definisi tersebut, dapat dinyatakan bahwa *earnings opacity* merupakan distribusi laporan laba perusahaan gagal memberikan informasi mengenai distribusi laba ekonomi yang benar, tetapi tidak terukur. Laporan laba perusahaan (pada level negara) sama dengan laba ekonomi yang tak terukur ditambah *noise term*; *earnings opacity* (pada level negara) merupakan rata-rata sederhana dari *lack* keinformasian laporan laba.

Definisi tersebut mengacu pada kerangka konseptual yang dinyatakan oleh Bushman dan Smith (2001). Informasi akuntansi keuangan dapat diidentifikasi melalui tiga hal yaitu: (1) informasi akuntansi keuangan membantu investor untuk membedakan antara investasi baik dan buruk; (2) informasi akuntansi keuangan membantu investor membedakan manajer yang baik dan buruk, menurunkan *agency cost*, dan menurunkan biaya modal perusahaan; dan (3) informasi akuntansi yang berkualitas (*accounting quality*) dapat menurunkan asimetri informasi yang disebabkan oleh

earnings opacity. Secara khusus, Bhattacharya *et al.* (2003) menggunakan tiga pengukuran angka laba yang mengarah *earnings opacity* yaitu: *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, dan *loss avoidance*. Masing-masing dimensi *earnings opacity* disajikan berikut.

2.1.2.1. Earnings Aggressiveness

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 *earnings aggressiveness* diukur atas dasar total (*aggregate*) akrual, dan diformulasikan sebagai berikut (Bhattacharya *et al.*, 2003).

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

EARN.AGRS_t : Earnings Aggressiveness periode t;

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

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

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

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

DEP_t : Depresiasi dan Amortisasi periode t;

ΔTP_t : Perubahan Tax Payble ($TP_t - TP_{t-1}$);

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

2.1.2.2. *Earnings Smoothing*

Earnings smoothing merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu. Jika laba akuntansi secara *artificial smooth*, maka angka laba tersebut gagal menggambarkan secara benar kinerja ekonomi, sehingga menurunkan keinformasian laporan laba, dan mengarah pada *earnings opacity*.

Pada literatur sebelumnya, misalnya Imhoff (1977) dalam Albrecht dan Richardson (1990) mencoba memisahkan perilaku *artificial smoothing* dari pengaruh tindakan *real smoothing* atau *naturally smoothing*. Imhoff menyatakan bahwa *sales revenue* merupakan hasil dari *real economic* perusahaan, dimana *real economic* adalah hasil dari aktivitas *real smoothing*. Keberadaan perilaku *artificial smoothing* diukur dengan membandingkan antara varian *ordinary income* dan varian penjualan.

Eckel (1981) dalam Albrecht dan Richardson (1990) menyatakan bahwa *income smoothing* dibedakan dalam dua *streams*: *naturally smooth* dan *intentionally smoothed by management*. Pada *stream* pertama, dinyatakan bahwa *income smoothing* terjadi secara alami (*naturally*), dan merupakan proses yang secara melekat (*inherently*) menghasilkan *smooth income stream*; sedangkan pada *stream* kedua, *income smoothing* terjadi karena manajemen menggunakan teknik *real smoothing* atau *artificial smoothing*. *Real smoothing* terjadi ketika manajemen mengambil tindakan (*actions*) pada saat struktur ekonomi (*revenue generating*) menghasilkan *income smoothing*. Sedangkan *artificial smoothing* terjadi ketika manajemen memanipulasi *timing*

akuntansi untuk menghasilkan *income smoothing*.

Albrecht dan Richardson (1990) mencoba mengukur laba (*income*) diprediksikan menjadi obyek *smoothing* antara lain: laba operasi (*operating income, OI*), laba dari operasi (*income from operations, IO*), laba sebelum pos luar biasa (*income before extraordinary items, IE*), dan laba bersih (*net income, NI*). *Operating income (OI)* didefinisikan sebagai penjualan dikurangi harga pokok penjualan dan biaya operasi selain depresiasi dan amortisasi; *IO* didefinisikan sebagai *OI* dikurangi depresiasi dan amortisasi.

Pada perkembangan selanjutnya, tindakan manajemen yang mengarah pada *earnings smoothing* dapat dideteksi melalui komponen-komponen akrual (Jones, 1991; Dechow *et al.* 1995; Bhattacharya *et al.*, 2003), dan analisis terhadap perubahan *return on net operating asset* (Penman, 2003). Penman menyatakan bahwa semakin tinggi *current operating income* yang dimanipulasi manajemen, semakin menurunkan *return on net operating asset* (RNOA) periode mendatang.

Earnings smoothing dapat diukur dengan berbagai pendekatan. Misalnya, Eckel (1981) membedakan perusahaan diklasifikasikan ke dalam *smoother* dan *non-smoother* atas dasar koefisien variasi laba (*income*) terhadap penjualan, dihitung dengan rumus: $(CV_{\Delta I} / CV_{\Delta S})$; dimana CV , koefisien variasi; ΔI , perubahan laba (*income*); dan ΔS , perubahan penjualan. Perusahaan diklasifikasikan sebagai *smoother* apabila koefisien variasi kurang dari satu (< 1), dan sebagai *non-smoother* jika koefisien variasi sama dengan atau lebih dari satu (≥ 1). Model pengukuran ini juga digunakan oleh Albrecht dan Richardson (1990); dan Michelson *et al.* (1995). Sementara, Moses (1987)

mengukur perilaku *smoothing* dihitung dengan membandingkan antara *prechange earnings* dan *expected reported earnings*.

Bhattacharya *et al.* (2003)

menentukan *earnings smoothing* dari korelasi antara perubahan akrual dan perubahan arus kas dibagi *lagged total assets*. Sesuai dengan sifat beberapa proses akuntansi akrual, korelasi diharapkan negatif. Angka korelasi yang semakin besar mengindikasikan *earnings smoothing* semakin besar pula, sehingga mengakibatkan *earnings opacity* juga semakin besar.

Francis *et al.* (2004) mengukur *smoothness* dari rasio antara variabilitas laba dan variabilitas arus kas. Pengukuran ini didasarkan pada argumentasi atribut laba diturunkan dari pandangan bahwa manajemen menggunakan informasi privatnya mengenai *future income* untuk “meratakan” (*smooth*) fluktuasi yang terjadi, sehingga laporan laba lebih representative dan lebih berguna. Model pengukuran ini juga digunakan oleh Ecker *et al.* (2006).

Tucker dan Zarowin (2006)

mengukur *income smoothing* dengan korelasi negatif antara perubahan *proxy* akrual diskresi dan perubahan *pre-discretionary income*. Pengukuran ini mengasumsikan bahwa ada seri laba yang di-manage pada awal periode (*pre-managed income*) dan manajer menggunakan akrual diskresi untuk seri laba *smooth*. Korelasi negatif yang semakin besar menunjukkan *income smoothing* semakin besar. Laba yang semakin *smooth* (korelasi negatif yang semakin kecil) menunjukkan laba semakin informatif, dan memberikan sinyal positif kepada investor.

Berdasarkan literatur-literatur tersebut dapat disimpulkan bahwa sesuai dengan konsep *artificial smoothing*, dimana manajemen dapat melakukan

manipulasi *timing* akuntansi untuk menghasilkan *income* atau *earnings smoothing*; maka manajemen melakukan *smoothing* melalui pos-pos laporan keuangan. Items atau pos-pos laporan keuangan yang sering menjadi obyek *smoothing* adalah laba dan akrual. Laba yang dijadikan obyek *smoothing* antara lain: laba operasi (*operating income, OI*), laba sebelum pos luar biasa (*net income before extraordinary items, NIBE*), dan laba bersih (*net income, NI*). Sedangkan akrual yang sering menjadi obyek *smoothing* adalah akrual modal kerja dan total akrual.

Mengacu pada konsep dan literatur-literatur tersebut, maka penelitian ini mengukur *earnings smooting* dari rasio antara standar deviasi NIBE terhadap standar deviasi CFO; keduanya dibagi total $asset_{t-1}$ (modifikasi Albrecht dan Richardson, 1990 dan Francis *et al.*, 2004). Pengukuran ini didasarkan pada argumentasi bahwa NIBE dihasilkan selama perusahaan beroperasi pada aktivitas normal, sehingga manajemen dengan menggunakan informasi privatnya dapat melakukan “*perataan*” (*smooth*) atas fluktuasi laba yang akan terjadi.

Pengukuran *earnings smoothing* (*smoothness*) diformulasikan berikut (Francis *et al.*, 2004): Earnings Smoothing (*smoothness*) = σ (NIBE/Asset_{t-1}) / σ (CFO/Asset_{t-1}). Semakin kecil rasio tersebut menunjukkan laba semakin *smooth*, sehingga dipandang laba semakin *sustainable*. Dengan kata lain, semakin *smooth* berarti semakin tinggi kualitas laba. Sebaliknya, jika rasio tersebut semakin besar menunjukkan laba semakin fluktuatif, berarti semakin rendah kualitas laba, dan dipandang sebagai *earnings opacity*.

2.1.3. 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).

$$\begin{aligned} \text{COI} &= \text{COI from sales} + \text{Core other OI} \\ &= (\text{COI from sales before tax} - \text{tax on COI from sales}) + \text{Core other OI} \\ &= (\text{Core GM} - \text{COExp} - \text{tax on COI from sales}) + \text{Core other OI} \\ &= (\text{Core SR} - \text{Core CS} - \text{COExp} - \text{tax on COI from sales}) + \text{Core other OI} \\ \text{Core other OI} &= \text{Equity income in subsidiaries} + \text{Earnings on pension} \\ &\quad \text{assets} + \text{Other income not from sales} \end{aligned}$$

GM : Gross Margin;

COExp : Core Operating Expenses;

SR : Sales revenue;
CS : Cost of Sales.

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.

Mengacu konsep dan PSAK tersebut, 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).

Para peneliti terdahulu mengukur persistensi laba (*earnings persistence*) dengan *proxy* yang berbeda-beda. Misalnya, Sloan (1996) mengacu pada Freeman *et al.* (1982) menunjukkan bahwa persistensi laba merupakan hubungan antara *current earnings performance* dan *future earnings performance*. *Earnings* didefinisikan sebagai laba operasi dibagi total assets. 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, Tucker dan Zarowin (2006) dan Ecker *et al.* (2006) mengukur persistensi laba dari parameter hasil regresi *current earnings per share* pada *lagged earnings per share*. Tucker dan Zarowin (2006) mengembangkan analisisnya dengan melakukan estimasi hubungan antara *current* dan *future earnings* berdasarkan interaksi antara *earnings per share* dan *income smoothing*. Jika *income smoothing* memperbaiki keinformasian laba, maka hubungan antara *current* dan *future earnings* semakin kuat (laba semakin persisten). Sedangkan, Dechow dan Dichev (2002) mengukur persistensi laba berdasarkan kualitas akrual. Kualitas akrual didefinisikan sebagai estimasi *error* dari hasil regresi modal kerja akrual.

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):

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

Pada penelitian ini, diasumsikan bahwa NIBE dinyatakan sebagai laba yang

persisten, apabila regresi menghasilkan standar deviasi *error* ($\sigma\varepsilon$) kecil ($\leq 0,05$). Sebaliknya, jika menghasilkan standar deviasi *error* ($\sigma\varepsilon$) $> 0,05$ dinyatakan NIBE tidak dapat digunakan sebagai pengukur persistensi laba.

Pendekatan lain dalam mengukur persistensi laba adalah kualitas akrual. Dechow dan Dichev (2002) menyatakan bahwa kualitas akrual (terutama modal kerja) merupakan salah satu pengukur kualitas laba yang berhubungan dengan persistensi laba. Kualitas akrual diukur dengan meregres arus kas tahun sebelumnya, arus kas tahun sekarang, dan arus kas tahun berikutnya; dimana arus kas merupakan selisih antara laba dan akrual.

Persistensi laba berbasis kualitas akrual diformulasikan berikut (Dechow dan Dechiev, 2002; Francis *et al.*, 2004).

$$TCA_t = ((\Delta CA / Asset_t) - (\Delta CL / Asset_t) - (\Delta Cash / Asset_t) + (\Delta STD / Asset_t))$$

TCA_t : Total Current Accrual periode t;

$Asset_t$: Total Asset periode t;

ΔCA : Perubahan Current Assets ($Current Asset_t - Current Asset_{t-1}$);

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

$\Delta Cash$: Perubahan Cash ($Cash_t - Cash_{t-1}$);

ΔSTD : Perubahan Short Term Debt ($STD_t - STD_{t-1}$)

$$TCA_t / Asset_{t-1} = \alpha + \beta_1 CFO_t / Asset_{t-1} + \beta_2 CFO_t / Asset_t + \varepsilon$$

CFO = NIBE – Total Akrual

Persistensi laba = standar deviasi residual ($\sigma \varepsilon$)

Residual dari regresi menunjukkan bahwa akrual tidak berhubungan dengan realisasi *cash flow*, dan standar deviasi dari residual merupakan ukuran kualitas akrual. Diasumsikan bahwa standar deviasi residual tinggi (besar) menunjukkan kualitas laba rendah, sehingga persistensi laba juga rendah. Sebaliknya, jika standar deviasi residual rendah (kecil) menunjukkan kualitas laba tinggi, dan persistensi laba juga tinggi. Pengukuran persistensi laba berbasis kualitas akrual tersebut juga digunakan oleh peneliti lain, misalnya Ecker *et al.* (2006) menggunakan persistensi laba sebagai salah satu faktor

penentu kualitas laba. Sementara, Tucker dan Zarowin (2006) mengukur persistensi laba menggunakan pendekatan *earnings per share*. Estimasi hubungan antara *current* dan *future earnings* menggunakan interaksi antara *earnings per share* dan *income smoothing*. Jika *income smoothing* memperbaiki keinformasian laba, maka hubungan antara *current* dan *future earnings* kuat (persisten). Pada pendekatan berikutnya, persistensi laba diukur atas dasar estimasi hubungan antara *earnings response coefficient* (ERC) dan *future earnings response coefficient* (FERC). Kenyataan tersebut menunjukkan bahwa pengukuran persistensi laba masih berbeda-beda.

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.

Tucker dan Zarowin (2006) menggunakan model interaksi untuk menguji apakah *income smoothing* memperbaiki keinformasian laba. Pada model interaksi ini, variabel *income smoothing* secara individual dan variabel interaksi antara *income smoothing* dan independen lainnya ditambahkan pada model regresi. Pendekatan ini digunakan untuk menguji apakah *income smoothing* membawa informasi laba akuntansi yang kabur/ kacau (*garbles*) ataukah memperbaiki keinformasian laba saat ini dan laba periode mendatang (*future*

earnings). *Income smoothing* dinyatakan memperbaiki keinformasian laba jika manajer menggunakan diskresinya untuk mengkomunikasikan kebijakannya mengenai *future earnings*. Sebaliknya jika manajer secara intensional mendistorsi angka laba, maka *income smoothing* akan membawa laba menjadi kabur (*earnings noisier*).

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. Prediktor terdiri dari *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*; sedangkan persistensi laba sebagai moderator. Dengan demikian variabel interaksi terdiri dari dua variabel yaitu interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness*, dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing*. Sementara, variabel dependen pada model *pertama* adalah biaya ekuitas (*cost of equity*), dan pada model *kedua* adalah aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*).

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* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*), sehingga interaksi antara persistensi laba dan *earnings opacity* 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 opacity* adalah positif.

Pada penelitian ini, persistensi laba berfungsi sebagai pemoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*; dan pemoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Sebagai perluasan analisis, persistensi laba berbasis NIBE juga digunakan untuk memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*; dan pemoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*.

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 atau laba berbasis akrual. Pengujian tersebut dilakukan dalam tiga 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 opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *cost of equity*. *Ketiga*, kemampuan persistensi laba sebagai pemoderasi hubungan antara *earnings opacity* dan *trading volume activity*.

Laba diasumsikan persisten apabila hasil pengujian menghasilkan minimal dua dari tiga 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*; dan/ atau persistensi laba mampu memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. *Ketiga*, persistensi laba mampu memperlemah

hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity* (TVA); dan/ atau persistensi laba mampu memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA.

Persistensi laba dinyatakan berperan memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dengan biaya ekuitas dan TVA, jika mampu memperlemah atau memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* terhadap biaya ekuitas dan TVA. Interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness* diharapkan memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*. Demikian pula interaksi persistensi laba dan *earnings smoothing* diharapkan memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*. Sebaliknya, jika interaksi persistensi laba dan *earnings opacity* memperkuat hubungan antara *earnings opacity* terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*, maka laba tersebut tidak persisten atau memperkuat keaburan laba.

2.1.5. Konsep *Cost of Equity*

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* ($\Delta agr = 0$), sehingga *cost of equity* adalah jumlah dari dividen 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). Hubungan antara *expected return* dan *beta* dapat dirumuskan berikut (Jones, 2004):

$$\begin{aligned} k_i &= \text{Risk-free rate} + \text{Risk premium} \\ &= RF + \beta_i [E(R_M) - RF] \end{aligned}$$

dimana:

k_i = *required rate of return* asset _{i}

$E(R_M)$ = *Expected rate of return* pada portofolio pasar

β_i = 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):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i$$

dimana:

- R_i = *return (total return) saham_i*
- R_M = *return pasar (market index)*
- β_i = *slope term*
- ε_i = *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 $100 * [(\text{eps}_2 - \text{eps}_1)/$

eps₁]. Asumsi berikutnya, bahwa perubahan *abnormal earnings growth* adalah *zero* ($\Delta agr = 0$); dimana *agr* adalah perbedaan antara laba akuntansi dan laba ekonomi. Berdasarkan asumsi ini, maka nilai P₀ dan *rPEG* dapat diformulasikan berikut (Easton dan Monahan, 2005):

$$P_0 = [eps_2 + rdps_2 - eps_1] / r^2$$

$$rPEG = \sqrt{(eps_2 + rdps_1 - eps_1) / P_0}$$

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):

$$\frac{D_0 D_0 D_0 D_0 + \dots + D_0}{\text{Dividend stream}}$$

0 1 2 3 +.....+ ∞ 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):

$$\frac{D_0 D_0(1+g)^1 D_0(1+g)^2 + \dots + D_0(1+g)^\infty}{\text{Dividend stream}}$$

0 1 2 +.....+ ∞ 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):

$$\begin{array}{ccccccc}
 D_0 & D_1 & D_2 & D_3 & D_4 & D_5 & D_6 & \dots & D_{\infty} \\
 \hline
 & D_0(1+g_1) & D_1(1+g_1) & D_2(1+g_2) & D_3(1+g_2) & D_4(1+g_3) & D_5(1+g_3) & \dots & D_{\infty-1}(1+g_3) \\
 \hline
 0 & 1 & 2 & 3 & 4 & 5 & 6 & \dots & \infty \\
 \hline
 & & & & & & & & & \text{Dividend stream} \\
 & & & & & & & & & \text{Time period}
 \end{array}$$

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):

$$\begin{aligned}
 CoE_t &= D_t + D_t(1+g_t) \\
 CoE_t &: \text{Cost of equity periode } t; \\
 D_t &: \text{Dividen periode } t; \\
 g_t &: \text{pertumbuhan dividen (growth) periode } t; \\
 &= [(D_t - D_{t-1}) / D_{t-1}]
 \end{aligned}$$

2.1.6. Konsep *Trading Volume Activity*

Volume perdagangan saham mempunyai peran penting dalam pasar modal. Brailsford (1996) menyatakan bahwa volume perdagangan berhubungan dengan return dan perubahan harga

(volatility). Kim dan Verrecchia (2001) menyatakan bahwa return perusahaan tergantung pada volume perdagangan ketika perusahaan mengungkapkan secara berbeda, karena pelaku pasar menggunakan volume untuk menggambarkan nilai perusahaan mengenai informasi privat yang dimiliki oleh investor terinformasi. Chae (2005) menyatakan bahwa teori keuangan (*finance theory*) memberikan prediksi ambigu (*ambiguous*) mengenai *trading volume*. Ketika *liquidity trading exogenous* dan in-elastik terhadap harga, *trading volume* meningkatkan asimetri informasi.

Secara konseptual, volume perdagangan saham dapat diukur dengan tiga cara yaitu: jumlah transaksi, jumlah saham yang diperdagangkan, dan jumlah nilai (rupiah) saham yang diperdagangkan. Sedangkan aktivitas volume perdagangan merupakan perputaran (*turn-over*) dari saham yang diperdagangkan terhadap jumlah saham beredar. Karena saham yang diperdagangkan tersebut mempunyai nilai (rupiah), maka aktivitas volume perdagangan saham sering diukur dari rasio antara jumlah nilai (rupiah) saham yang diperdagangkan terhadap jumlah nilai (rupiah) saham yang beredar. Jumlah nilai (rupiah) saham yang diperdagangkan lazim digunakan sebagai pengukur likuiditas saham; sedangkan jumlah nilai (rupiah) saham yang beredar lazim digunakan sebagai pengukur kapitalisasi pasar.

Pada umumnya nilai transaksi perdagangan relatif sangat kecil jika dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar, maka untuk mengukur aktivitas perdagangan sering menggunakan *log. ratio* dengan formulasi berikut (Bhattacharya *et al.*, 2003).

$$TVA = \frac{\text{Log nilai transaksi}}{\text{Log kapitalisasi pasar}}$$

Rasio tersebut menunjukkan besarnya persentase dari nilai transaksi terhadap nilai kapitalisasi pasar. Semakin besar rasio (TVA) menunjukkan semakin likuid saham diperdagangkan di pasar modal.

Beberapa literatur menunjukkan bahwa *trading volume activity* (TVA) diukur dari rasio tersebut. Model *log* digunakan sebagai pengukur rasio atas dasar pertimbangan *matching* dengan variabel-variabel *earnings opacity* seperti rasio pada *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* (Bhattacharya *et al.*, 2003) dan variabel pasar lainnya, seperti return saham dan return pasar (Brailsford, 1996). Pada penelitian ini, TVA digunakan sebagai *proxy* reaksi pasar dengan asumsi bahwa perusahaan dan tahun pengamatan terhadap transaksi perdagangan saham adalah konstan.

2.1.7. Variabel Kontrol

Pada penelitian ini ada dua variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model regresi, yaitu besaran perusahaan (*SIZE*) dan rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas (*book-to-market ratio*, *B/M*). 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* dan *B/M* sebagai *proxy* risiko telah diketahui mempengaruhi *cost of equity*. Sebagian besar peneliti terdahulu mengukur *SIZE* dari *log market value* atau *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 dengan menggunakan alternatif lain yaitu *log assets*. Alternatif ini didasarkan pada argumentasi bahwa manajemen melalui kebijakan akrual dapat meningkatkan nilai asset perusahaan (terutama *assets operasi*). Sesuai dengan motivasi *signaling*, peningkatan nilai asset merupakan sinyal terhadap besaran perusahaan (SIZE). Jika SIZE meningkat, diharapkan laba perusahaan juga meningkat. Selanjutnya, peningkatan laba perusahaan akan meningkatkan pertumbuhan dividen. Jika *dividend growth model* digunakan sebagai *proxy cost of equity*, dapat diduga bahwa SIZE berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

Variabel kontrol kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah *book-to-market ratio* (B/M). Literatur-literatur terdahulu mengukur B/M dengan pendekatan *log*, sehingga B/M adalah rasio antara *log* nilai buku ekuitas terhadap *log* nilai pasar ekuitas. Nilai pasar ekuitas juga lazim disebut sebagai kapitalisasi pasar (*market capitalization*). *Book-to-market ratio* (B/M) mencerminkan reaksi pasar dalam menilai ekuitas perusahaan. Semakin kecil rasio B/M atau menghasilkan rasio kurang dari satu ($B/M < 1$) menunjukkan bahwa perusahaan dinilai terlalu tinggi oleh pasar. Sebaliknya, jika rasio B/M semakin besar atau menghasilkan rasio lebih dari satu ($B/M > 1$) menunjukkan bahwa perusahaan dinilai terlalu rendah oleh pasar. Apabila perusahaan menunjukkan kecenderungan kinerja yang semakin baik, maka pasar bereaksi positif dalam arti pasar akan menilai lebih tinggi daripada nilai buku ekuitas.

Pengaruh B/M terhadap *cost of equity* adalah tergantung dari *proxy* yang

digunakan untuk mengukur *cost of equity*. Apabila *proxy cost of equity* menggunakan variabel yang berhubungan dengan reaksi pasar, misalnya *return* saham atau *earning to price ratio* (E/P Ratio) maka dapat dipastikan hubungan antara B/M dan *cost of equity* adalah positif. Sebaliknya, jika *proxy cost of equity* menggunakan variabel yang berhubungan dengan kinerja perusahaan, misalnya ROE atau *dividend growth model*, dapat dipastikan bahwa hubungan antara B/M dan *cost of equity* adalah negatif.

Masing-masing argumentasi tersebut dapat dijelaskan berikut. *Pertama*, penurunan rasio B/M dari sudut pandang investor (pasar) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan meningkat sehingga pasar menilai ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada nilai bukunya. Penurunan rasio B/M juga akan mengakibatkan penurunan pada *earnings to price* (E/P) *ratio*. Jadi penurunan B/M akan diikuti oleh penurunan E/P, berarti B/M dan E/P *ratio* berhubungan positif. Apabila pendekatan *cost of equity* berbasis E/P *ratio*, maka B/M dan *cost of equity* berhubungan positif. Argumentasi ini telah dibuktikan oleh peneliti terdahulu, misalnya Desai *et al.* (2004).

Argumentasi kedua dinyatakan bahwa jika *proxy* yang digunakan untuk mengukur *cost of equity* berbasis ROE atau *dividend growth*, maka hubungan antara B/M dan *cost of equity* negatif. Argumentasi ini didasari oleh motivasi *signaling*. Penurunan rasio B/M mengindikasikan kinerja perusahaan dipandang meningkat oleh investor. Pandangan investor tersebut sangat wajar, ketika manajemen melaporkan laba perusahaannya meningkat. Peningkatan laba tentu berdampak pada pertumbuhan dividen; dan selanjutnya berdampak pada peningkatan *cost of equity*. Argumentasi ini menunjukkan bahwa penurunan rasio

B/M berdampak pada peningkatan *cost of equity*. Dengan demikian dapat dipastikan bahwa hubungan antara rasio B/M dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model* adalah negatif. Argumentasi ini juga didukung oleh peneliti sebelumnya, misalnya Easton dan Monahan (2005) ketika *cost of capital* diukur dengan pendekatan ROE.

Berdasarkan argumentasi tersebut dapat diprediksikan bahwa hubungan antara SIZE dan *cost of equity* positif; sedangkan hubungan antara rasio B/M dan *cost of equity* negatif. Pada model utama penelitian ini digunakan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*; dan pada model alternatif digunakan *cost of equity* berbasis *price earnings growth rate model*.

2.2. Penelitian Rujukan

Penelitian rujukan didasarkan pada studi-studi hasil penelitian terdahulu mengenai: (1) hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*; dan (2) hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Studi hubungan antara persistensi laba dan *cost of equity*, ditinjau berdasarkan pengukuran persistensi laba dari pendekatan yang berbeda. Studi hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity* (TVA) mencakup: (a) studi-studi mengenai hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, (b) studi-studi tentang hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*, (c) studi-studi mengenai hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA, dan (d) studi-studi tentang hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Secara rinci studi-studi hasil penelitian terdahulu disajikan berikut.

2.2.1. Studi tentang 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 $\Delta E_t(X_{t+k})$; dimana UX_t adalah perbedaan antara laba realisasi tahun sekarang dengan laba harapan (*expected earnings*) awal tahun. Sedangkan $\Delta E_t(X_{t+k})$ 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.

Hasil penelitian Dechow dan Dichev mengindikasikan bahwa antara *level* akrual dan kualitas akrual sangat berbeda, dalam arti semakin tinggi kualitas akrual menunjukkan semakin tinggi pula kualitas laba (*earnings persistence*); sebaliknya *level* akrual yang tinggi akan semakin menurunkan kualitas laba (*low-quality earnings*). Hasil ini konsisten dengan Sloan (1996) menunjukkan bahwa *level* akrual tinggi, kualitas laba rendah.

Penman dan Zhang (2002) menguji hubungan antara persistensi laba dan *return* saham. Persistensi laba didasarkan pada *Q-Score*, dan *return* saham didasarkan pada *return* tahunan periode berikutnya setelah *scoring* (triwulan pertama setelah akhir tahun fiskal). Pada penelitian ini *Q-Score* tidak dihubungkan dengan *cost of equity*; tetapi lebih memfokus pada *break-down* ke dalam tiga items (*sub-score*) yaitu *inventory*, *riset* dan *pengembangan* (R&D), dan *advertising* *subscore* yang digunakan untuk memprediksi *return on net operating assets* (RNOA) periode mendatang.

Penman dan Zhang mencoba mengembangkan *joint effect* dari akuntansi konservatif dan investasi. *Joint effect* didasarkan pada alasan bahwa manajemen dapat meningkatkan (menurunkan) laba dengan cara menurunkan (meningkatkan) investasi. Persistensi laba didefinisikan sebagai *mean reporting earnings* sebelum *extraordinary items*, dikatakan berkualitas baik jika dapat digunakan sebagai indikator *future earnings*. Atas dasar alasan tersebut, Penman dan Zhang (2002) mengukur kualitas laba berdasarkan *earnings quality indicator* (*Q-Score*) dari dua perubahan skor konservatif (Q_{it}^A) dan perbandingan skor konservatif terhadap skor median industri (Q_{it}^B). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa

persistensi laba secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Inventory, riset & pengembangan, dan advertensi secara parsial berpengaruh positif terhadap *return* saham, tetapi inventory tidak signifikan untuk memprediksi laba periode 1 tahun ke depan.

Dibandingkan dengan peneliti lain, Penman dan Zhang berbeda dalam hal pengukuran persistensi laba. Apabila peneliti lain sebagian besar mengukur persistensi laba dari akrual (terutama akrual modal kerja), maka Penman dan Zhang hanya menggunakan satu komponen akrual modal kerja yaitu *inventory*; sedangkan komponen akrual modal kerja lainnya seperti piutang dagang tidak diperhitungkan dalam perhitungan indeks skor. *Inventory* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham tetapi tidak signifikan untuk memprediksi laba satu tahun ke depan (*future earnings*). Dengan demikian perubahan *inventory* tidak dapat digunakan untuk menentukan *Q-Score* (persistensi laba), dan lebih tepat sebagai salah satu komponen akrual (*earnings aggressiveness*).

Mengacu pada Penman dan Zhang (2002) dan mempertimbangkan ketidakmampuan *inventory* untuk memprediksi *future earnings*, maka penentuan *Q-Score* seharusnya didasarkan pada items *research and development* dan *advertising reserves*. Cheng (2004) mendukung hasil penelitian Penman dan Zhang menunjukkan bahwa perubahan *research and development* secara signifikan berhubungan positif dengan perubahan kompensasi CEO dalam situasi ketika perusahaan menunjukkan *small earnings decline* atau *small loss*. Peneliti lain, misalnya Sougiannis (1994) menunjukkan bahwa perubahan *research and development* dan *advertising* secara signifikan berhubungan positif dengan profit dan *market value*. Berdasarkan hasil penelitian Penman dan Zhang (2002), maka *inventory* lebih tepat digunakan sebagai salah satu item total akrual (*earnings aggressiveness*).

2.2.2. Studi tentang hubungan antara *earnings opacity* dan *cost of equity*

Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *overall earnings opacity* secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. *Overall earnings opacity* merupakan jumlah dari tiga dimensi: *earnings aggressiveness*, *loss avoidance*, dan *earnings smoothing*. Sedangkan *cost of equity* didasarkan pada pendekatan *dividend growth model*. Hasil korelasi matriks menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara statistik signifikan sangat kuat berkorelasi dengan *earnings opacity*, dan *earnings smoothing* secara statistik signifikan juga cukup kuat berkorelasi dengan *earnings aggressiveness*. Hasil korelasi matriks ini mengindikasikan bahwa *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* tepat digunakan sebagai pengukur *earnings opacity*. Sedangkan korelasi matriks antara *loss avoidance* dengan *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* menunjukkan korelasi yang sangat lemah dan secara statistik tidak signifikan. Hasil korelasi matriks yang sangat lemah mengindikasikan bahwa *loss avoidance* kurang tepat digunakan sebagai pengukur *earnings opacity*.

Burgstahler dan Eames (2003) juga menunjukkan bahwa perbedaan antara proporsi *small negative earnings forecast* (atau *small negative changes*) dengan realisasi *small negative earnings* secara statistik tidak signifikan. Hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa *earnings management* untuk menghindari kerugian kecil (*avoid small losses*) dan *earnings management* untuk menghindari penurunan laba (*avoid earnings decreases*) tidak terbukti. Burgstahler dan Eames memperluas analisisnya dengan menghubungkan antara *forecast error* dan *earnings forecast*; dimana *forecast error* dirumuskan sebagai *actual earnings* minus *forecast earnings*. Hasil analisis

menunjukkan bahwa pada periode sebelum pengumuman laba menunjukkan perbedaan yang signifikan antara *forecast error* dan *earnings forecast*. Penelitian ini hanya menganalisis *forecast error* dan *earnings forecast* atas dasar nilai *earnings per share* (EPS) dan tidak dikaitkan dengan *cost of equity*.

Berdasarkan bukti empiris tersebut (Bhattacharya *et al.*, 2003; dan Burgstahler dan Eames, 2003) mengindikasikan bahwa *loss avoidance* tidak dapat menangkap *earnings opacity*, sehingga *loss avoidance* tidak digunakan untuk mendeteksi manajemen laba maupun untuk memprediksi *cost of equity*. Selanjutnya, studi hubungan antara *earnings opacity* dan *cost of equity* dirinci menjadi dua studi, yaitu (a) studi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, dan (b) studi hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Secara rinci hasil-hasil penelitian tersebut dapat dijelaskan berikut.

2.2.2.1. 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*.

Beberapa penelitian sebelumnya, akrual dihubungkan dengan return saham. Misalnya, Barth *et al.* (2001) menunjukkan bahwa komponen utama akrual seperti: perubahan piutang, perubahan inventory, perubahan *accounts payable*, depresiasi, amortisasi, dan akrual lainnya berhubungan dengan return. Hasil analisis menunjukkan bahwa perubahan piutang dagang secara signifikan berpengaruh positif terhadap *market value of equity*, dan *return* saham; perubahan persediaan secara signifikan berpengaruh positif terhadap *market value of equity*, dan *return* saham; perubahan utang dagang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *market value of equity*, dan *return* saham; depresiasi secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *market value of equity*, dan *return* saham; amortisasi secara signifikan berpengaruh positif terhadap *market value of equity*, tetapi tidak signifikan terhadap *return*. Perbedaan utama dari hasil penelitian Barth *et al.* (2001) dan Bhattacharya *et al.* (2003) terletak pada *break-down* komponen-

komponen akrual; dimana komponen akrual oleh Bhattacharya ditotal sebagai *earnings aggressiveness*.

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) meneliti tentang hubungan “*Value-Glamour and Accruals Mispricing: One anomaly or Two?*” 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 strategi akrual lebih dominan daripada strategi pertumbuhan sales dan menghasilkan *abnormal return* secara inkremental terhadap proksi *value-glamour* (B/M, E/P dan C/P). Pada penelitian ini, Desai memasukkan variabel baru yaitu arus kas operasi dideflasi dengan harga (CFO/P) dan menunjukkan bahwa CFO/P merupakan variabel yang paling dominan daripada proksi *value-glamour* lainnya dan akrual dalam memprediksi *abnormal return*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa CFO/P lebih mampu menangkap *abnormal return* daripada proksi *value-glamour* dan akrual.

2.2.2.2. Studi hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*

Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings smoothing* tidak signifikan mempengaruhi *cost of equity*. *Earnings smoothing* diukur dari korelasi antara perubahan akrual dan perubahan arus kas dibagi *lagged total assets*. Sedangkan *cost of equity* didasarkan pada pendekatan *dividend yield*.

Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *smoothness* tidak signifikan terhadap *cost of equity* (*CofE*); dimana *CofE* dihitung berdasarkan pendekatan *expected return*. Namun jika *CofE* dihitung berdasarkan pendekatan *price earnings growth* menunjukkan bahwa *smoothness* secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. *Smoothness* didefinisikan sebagai rasio antara standar deviasi *net income before extraordinary items* dibagi total assets awal periode terhadap standar deviasi *cash flows* operasi dibagi total assets pada awal periode. Hasil pengujian Francis ini tidak konsisten dengan Bhattacharya, apabila pengukuran *cost of equity* menggunakan pendekatan berbeda.

Tucker dan Zarowin (2006) juga menguji hubungan antara *income smoothing* dan *dividend stock return*. *Income smoothing* diukur dari korelasi negatif antara perubahan *discretionary accruals (DAP)* dan perubahan *pre-discretionary income (PDI)*: $Corr(\Delta DAP, \Delta PDI)$. *DAP* merupakan deviasi *actual accruals* dari *non-discretionary accruals (NDAP)*; dan *PDI* dihitung dari *net income* minus *discretionary accruals*. Pengukuran ini mengasumsikan bahwa ada seri *income* yang di-manage pada awal periode (*premanaged income*) dan manajer menggunakan *discretionary accruals* untuk membuat seri laporan yang *smooth*. Semakin besar *income smoothing* membuktikan semakin besar hubungan negatif antara ΔDAP dan ΔPDI . Sedangkan estimasi *discretionary accruals* menggunakan versi *Jones model* dimodifikasi oleh Kothari *et al.* (2005). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *income smoothing* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *dividend stock return*.

Pada analisis berikutnya, Tucker dan Zarowin melakukan estimasi regresi untuk menguji interaksi antara *income smoothing* dan variabel *earnings per share (EPS)*, dan pengaruhnya terhadap *dividend stock return*. Hasil menunjukkan bahwa *income smoothing* berhubungan negatif dengan *past, current, dan future earnings*. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kinerja yang lebih baik, jika tingkat *income smoothing* lebih besar.

Sementara, interaksi antara *income smoothing* dan EPS_{t-1} secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap *dividend stock return*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *income smoothing* membawa kekaburan (*garbling*), sehingga laba kurang informatif (konsisten dengan Bhattacharya). Namun interaksi antara *income smoothing* dan EPS_t dan interaksi

antara *income smoothing* dan EPS_{t+3} secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap *dividend stock return*. Hasil ini mengindikasikan bahwa interaksi antara *income smoothing* dan *future earnings* membawa keinformasian laba, dan berpengaruh positif terhadap *dividend stock return*.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian tersebut disimpulkan bahwa hubungan antara *earnings smoothing (income smoothing)* atau *smoothness* menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Ketidakkonsistenan hasil penelitian antara lain disebabkan oleh pendekatan pengukuran yang berbeda, baik perbedaan pengukuran pada *earnings (income) smoothing* maupun *cost of equity*.

2.2.3. Studi tentang hubungan antara *earnings opacity* dan *trading volume*

Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings opacity* secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume*. Demikian pula *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* juga terbukti secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume*. Hasil ini sesuai dengan *joint hypotheses* bahwa *earnings opacity* merupakan jumlah dari dimensi yang diatribusikan oleh *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Hasil analisis konsisten dengan *joint hypotheses* yang diprediksikan oleh penulis; dimana *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* berhubungan positif dengan *overall earnings opacity* dan selanjutnya berpengaruh negatif terhadap *trade volume*. Mengingat studi terkini yang menguji hubungan antara *earnings opacity* dan dimensinya (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *trading volume* relatif masih terbatas, maka perlu dilakukan pengujian ulang dengan sampel dan periode yang berbeda.

Berdasarkan uraian di atas, maka hasil-hasil penelitian terdahulu dapat dikelompokkan ke dalam tiga kelompok riset. *Pertama*, studi empiris mengenai deteksi manajemen laba (misalnya Jones, 1991; Dechow *et al.*, 1995), studi mengenai kualitas laba (misalnya Sloan, 1996; Dechow dan Dechow, 2002; Ecker *et al.*, 2006). *Kedua*, studi empiris mengenai hubungan *earnings opacity*, *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* dan *trade volume* (Bhattacharya *et al.*, 2003). *Ketiga*, studi empiris mengenai hubungan antara kualitas laba dan *cost of equity* (misalnya Francis *et al.*, 2004; Tucker dan Zarowin, 2006). Studi-studi tersebut secara ringkas disajikan dalam tabel 2.1. Berdasarkan Tabel 2.1 nampak bahwa akrual dibedakan dalam dua kelompok, yaitu total akrual atau *level* akrual dan kualitas akrual. Total atau *level* akrual digunakan sebagai pengukur *earnings aggressiveness* (Bhattacharya *et al.*, 2003); dan kualitas akrual digunakan sebagai dasar penentu kualitas laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002).

Tabel 2.1:
**Studi Empiris Akrual (*Earnings Aggressiveness*), *Earnings Smoothing*,
 Persistensi Laba, *Cost of Equity*, dan *Trading Volume Activity***

Peneliti (tahun)	Variabel	Metode Analisis dan Sampel	Ringkasan Hasil
Bowen , Burgsthaler dan Daley (1986)	Dependen: Laba (<i>Earnings</i>), Cash Flows Independen: Traditional Cash Flow (WCFO dan NIDPR), Alternatif Cash Flow (CFO, CFAI,	Analisis: Multiple Regression Sampel: 324 perusahaan didapat dari Compustat annual report	Hubungan antara pengukuran tradisional cash flow dan alternative cash flow adalah rendah. Hubungan antara pengukuran <i>alternative cash flow</i> dan laba adalah rendah; sementara hubungan antara pengukuran <i>traditional cash flow</i> dan laba adalah tinggi. Tradisional Cash Flow (WCFO dan NIDPR)

	dan CC)		mempunyai kemampuan prediksi terbaik terhadap CFO daripada alternative Cash Flow (CFO, Cash Flows After Investment, CFAI, dan Change of Cash, CC).
Wilson (1987)	Dependen: Laba dan <i>Stock Return</i> . Independen: CFO dan komponen akrual.	Analisis: Multiple Regression Sampel: 379 perusahaan Compustat annual report 1981 dan 1982.	CFO dan komponen akrual mempunyai informasi inkremental mengenai laba. CFO dan komponen akrual mempunyai kandungan informasi terhadap <i>stock return</i> di sekitar tanggal pengumuman laba (2-9 hari). Namun pada interval 9 hari sejak pengumuman, CFO mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>stock return</i> ; sedangkan akrual tidak signifikan.
Bernard dan Stober (1989)	Dependen: <i>Stock Return</i> Independen: CFO, dan <i>Accruals (WCFO: Inventory, Receivables, Payable)</i>	Analisis: Multiple Regression Sampel: 170 perusahaan Compustat annual report 1977-1984.	<i>Cash flow</i> dan <i>Accrual</i> tidak signifikan terhadap <i>Stock Return</i> . Hasil ini berbeda dengan Wilson (1987). <i>Accruals</i> di-breakdown ke dalam <i>inventory, receivable, dan payables</i> . Hasilnya menunjukkan bahwa <i>inventory</i> dan <i>receivable</i> juga tidak signifikan terhadap <i>stock return</i> ; sedangkan <i>payable</i> hanya signifikan pada triwulan IV.
Jones, J.J. (1991)	Dependen: total accruals Independen: 1/Assets, Δ Revenue, PPE	Analisis: Multiple Regression Sampel: 23 perusahaan (lima sektor industri) dari Compustat	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>discretionary accruals</i> dan <i>net income</i> secara signifikan berhubungan positif pada level kurang dari 1% Earnings management atas dasar estimasi <i>discretionary accruals</i> (total akrual) pada periode <i>t-1</i> dan <i>t+1</i> secara statistik tidak signifikan;

			sedangkan pada periode t=0 signifikan pada level 0,001. Manajer cenderung menurunkan laba melalui <i>earnings management</i> selama <i>import relief investigations</i> .
Dechow, Sloan, dan Sweeney (1995)	Dependen: total accruals Independen: 1/Assets, Δ Revenue, PPE	Analisis: Multiple Regression Sampel: 1000 perusahaan -tahun (1950-1991) dari Compustat	Melalui pembentukan <i>decile portfolios</i> , terdapat bukti hubungan negatif antara <i>accruals</i> dan <i>cash flow</i> . Nilai <i>mean cash flow</i> turun dari 0,22 menjadi 0,00; sebaliknya <i>mean accruals</i> naik dari 0,07 menjadi 0,15. Variasi akrual terutama <i>current assets</i> (khususnya <i>receivable</i> dan <i>inventory</i>) mengalami peningkatan, dimana nilai <i>mean</i> meningkat dari -0,18 menjadi 0,21 <i>Accruals</i> berhubungan positif dengan kinerja laba. Modifikasi Jones (1991) mempunyai kemampuan terbesar dalam mendeteksi <i>earnings management</i> .
Sloan (1996)	Accruals = $(\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$ Dependen 1: <i>Earnings</i> Independen 1: <i>Accrual, Cash Flows</i> Dependen 2: <i>Abn. Return</i> Independen 2: <i>Earnings, Accrual, Cash Flows</i>	Analisis: Multiple Regression Sampel: 40.679 firm (1962-1991) dari Compustat	Koefisien pada komponen akrual sebesar 0,765; sedangkan <i>cash flows</i> sebesar 0,855. Komponen akrual mempunyai persistensi laba lebih rendah daripada <i>cash flows</i> . Investor gagal untuk mengantisipasi <i>lower (higher)</i> persistensi laba yang diatribusikan oleh <i>accruals (cash flow)</i> . Pada <i>long position</i> , level akrual relatif lebih rendah daripada <i>cash flows</i> . Pada <i>short position</i> , level akrual relatif lebih tinggi daripada <i>cash flow</i> dan berhubungan

			positif dengan abnormal return. Pada portofolio abnormal return posisi <i>long</i> pada portofolio terendah dan posisi <i>short</i> pada portofolio tertinggi secara signifikan berpengaruh positif pada tahun pertama dan kedua; tetapi tidak signifikan pada tahun ketiga; mengindikasikan bahwa investor tidak mampu membedakan antara akrual dan <i>cash flows</i> .
Barth, Cram, dan Nelson (2001)	<p>Dependen: <i>Discounted Cash Flows, Market Value of Equity, stock returns</i></p> <p>Independen: CF, ΔAR, ΔINV, ΔAP, DEP, AMORT</p>	<p>Analisis: Multiple Regression</p> <p>Sampel: 10.164 observasi (1987 – 1996) dari <i>Compustat annual industrial research files</i> 1997</p>	<p>CF, ΔAR, ΔINV, DEP, dan AMORT signifikan berpengaruh positif terhadap <i>discounted cash flows</i>; ΔAP berpengaruh negatif.</p> <p>CF, ΔAR, ΔINV, dan AMORT signifikan berpengaruh positif terhadap <i>market value of equity</i>; ΔAP dan DEP berpengaruh negatif.</p> <p>ΔAR, dan ΔINV signifikan berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham; CF, ΔAP, dan DEP berpengaruh negatif.</p>
Chan, Chan, Jegadeesh, Lakonishok (2001)	<p>Dependen: Stock Return</p> <p>Independen: Akrual = ($\Delta AR + \Delta INV + \Delta OCA$) – ($\Delta AP + \Delta OCL$)</p>	<p>Analisis: Multiple Regression</p> <p>Sampel: perusahaan di NYSE (1971-1995)</p>	<p>Total akrual berpengaruh negatif terhadap stock return (-0,2627; $t = -4,14$).</p> <p>Komponen akrual modal kerja (piutang, inventory, dan utang dagang) berpengaruh negatif sebesar -0,2622 ($t = -3,36$); -0,3197 ($t = -3,50$); dan -0,3550 ($t = -3,29$).</p>
Penman dan Zhang (2002)	<p>Dependen: $RNOA_{t+1}$, Stock Return</p> <p>Independen: RNOA, Q-Score, Q-Inv, Q-RD, Q-Adv.</p>	<p>Analisis: Multiple Regression</p> <p>Sampel: 38.540 obs. Perush di NYSE dan AMEX</p>	<p>$RNOA_t$ dan Q-Score secara statistik signifikan mempunyai kemampuan prediksi terhadap $RNOA_{t+1}$. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kualitas laba ($Q-Score - Q_{it}$) secara signifikan</p>

		(1975-1997)	berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham pada <i>level</i> kurang dari 1% (0,000). Masing-masing <i>sub-score</i> (inventory – INV, riset & pengembangan – RD, dan advertensi – ADV) secara signifikan berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham, tetapi INV tidak signifikan untuk mempredik laba periode satu tahun ke depan.
Dechow dan Dichev (2002)	<p>Dependen 1: <i>Earnings</i></p> <p>Independen 1: <i>Cash Flows</i>, <i>Accruals</i></p> <p>Dependen 2: Kual. Akrual</p> <p>Independen 2: CFO_{t-1}, CFO_t, $CFO_{t+1} + \varepsilon_t$</p>	<p>Analisis: Multiple Regression</p> <p>Sampel: 136 industri (27.204 observasi) didapat dari Compustat.</p>	<p>Hasil menunjukkan bahwa korelasi antara <i>Earnings</i> dan CFO (0,73), <i>Earnings</i> dan ΔWC (0,33), CFO dan ΔWC (- 0,41), dan <i>accruals</i> dan ΔWC (0,75).</p> <p>Korelasi antara kualitas akrual (<i>sresid</i>) dengan standar deviasi <i>earnings</i> (0,82), standar deviasi <i>accruals</i> (0,75), dan perubahan modal kerja sebesar 0,69. Hasil ini mengindikasikan bahwa korelasi yang tinggi dengan perubahan <i>working capital</i> menunjukkan hubungan yang kuat antara <i>sresid</i> dan pengukuran kualitas akrual (konsisten dengan Sloan).</p>
Bhattacharya, Daouk, dan Welker (2003)	<p>Dependen: Cost of Equity, Trading Volume</p> <p>Independen: <i>Earnings Opacity</i>, <i>Earnings Aggressiveness</i>, <i>Loss Avoidance</i>, <i>Earnings Smoothing</i></p>	<p>Analisis: Multiple Regression</p> <p>Sampel: industrial firms dari 34 negara didapat dari Worldscope database = 58.653 obs selama 1986-1998.</p>	<p><i>Overall Earnings Opacity</i> dan <i>Earnings Aggressiveness</i> secara signifikan berpengaruh positif terhadap <i>Cost of Equity</i> masing-masing pada <i>level</i> kurang dari 1% (0,0011 dan 0,0000) dengan koefisien regresi yang sama persis sebesar 0,0012. Sedangkan <i>earnings smoothing</i> dan <i>loss avoidance</i> tidak signifikan terhadap <i>Cost of Equity</i>, bahkan koefisien regresi</p>

			<p>mendekati nol (0,0001 dan 0,0000).</p> <p>Semua variabel signifikan berpengaruh negatif terhadap Trade Volume, kecuali <i>loss avoidance</i>.</p>
Francis, LaFond, Olsson, dan Schipper (2004)	<p>Dependen: Cost of Equity</p> <p>Independen: laba berbasis akuntansi: <i>accruals quality, persistence, predictability, smoothness</i>;</p> <p>laba berbasis pasar: <i>value relevance, timeliness, conservatism</i></p>	<p>Analisis: Multiple Regression</p> <p>Sampel: 3.917 perusahaan, didapat dari CRSP dan Value Line Report selama 27 tahun (1975-2001).</p>	<p>Atribut-atribut laba berbasis akuntansi hampir semua variabel secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap <i>cost of equity</i>, kecuali <i>predictability</i> berpengaruh negatif.</p> <p>Sedangkan atribut laba berbasis pasar yang tidak signifikan adalah variabel <i>conservatism</i>.</p> <p>Pada <i>Base Model</i>, variabel <i>AccrualQuality</i> mempunyai koefisien terbesar (0,441) dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya: Persistence (0,168), Predictability (-0,199), Smoothness (0,010), Relevance (0,134), Timelines (-0,013), dan Conservatism (0,022).</p> <p><i>AccrualQuality</i> mendominasi atribut-atribut laba berbasis akuntansi.</p>
Desai, Rajgopal, Venkatachalam (2004)	<p>Dependen: <i>Abnormal Return</i></p> <p>Independen: Akrua, Sales, B/M, E/P, dan C/P</p>	<p>Analisis: Regression</p> <p>Sampel: 70.578 obs. (1973-1997)</p>	<p>Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa strategi akrua lebih dominan daripada strategi pertumbuhan sales dan menghasilkan <i>abnormal return</i> secara inkremental terhadap proksi <i>value-glamour</i> yang lain (B/M, E/P dan C/P).</p>
Tucker dan Zarowin (2006)	<p>Dependen: <i>Dividend Stock Return</i></p> <p>Independen: CFO, ACC,</p>	<p>Analisis: Regression</p> <p>Sampel: 17.019 obs. (1993-</p>	<p>Pada periode t dan $t+3$, variabel CFO, ACC, IS, EPS, IS*CFO, dan IS*ACC secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap</p>

	IS, EPS, dan IS*CFO, IS*ACC	2000)	<i>dividend stock return</i> . Interaksi IS*ACC lebih dominan drpd lainnya.
Ecker, Francis, Kim, Olsson, dan Schipper (2006)	Dependen: <i>Earnings Quality (e- Loading)</i> Independen: Accrual Quality, Persistence, Predictability, Smoothness, Value Relevance, Timelines, Conservatism.	Analisis: Regression Sampel: 30.317 obs didapat dari Compustat dan CRSP 1987-1999	Semua variabel signifikan pada level kurang dari 1%, baik menggunakan <i>base model CAPM</i> maupun <i>base model 3-Factor Model</i> , kecuali variabel <i>Timelines</i> . Model 3-Factor <i>Accruals Quality</i> paling dominan penentu <i>e-Loading (Earnings Quality)</i> ; diikuti oleh <i>Persistence</i> , <i>Smoothness</i> , dan <i>Predictability</i> , <i>Value Relevance</i> , dan <i>Conservatism</i> . Model CAPM, didominasi oleh <i>Accruals Quality</i> ; diikuti oleh <i>Smoothness</i> , <i>Persistence</i> , <i>Timelines</i> , <i>Value Relevance</i> , <i>Conservatism</i> , dan <i>Predictability</i> .

Sumber: diadopsi dari berbagai jurnal

Berdasarkan Tabel 2.1 tersebut menunjukkan bahwa *earnings smoothing* digunakan sebagai salah satu pengukur *earnings opacity* (Bhattacharya, *et al.*, 2003); sedangkan *smoothness* digunakan sebagai salah satu pengukur kualitas laba (Francis; Tucker dan Zarowin; dan Ecker). Penelitian ini sendiri terutama bertujuan untuk menguji peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*; peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*; peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume*

activity; dan peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*.

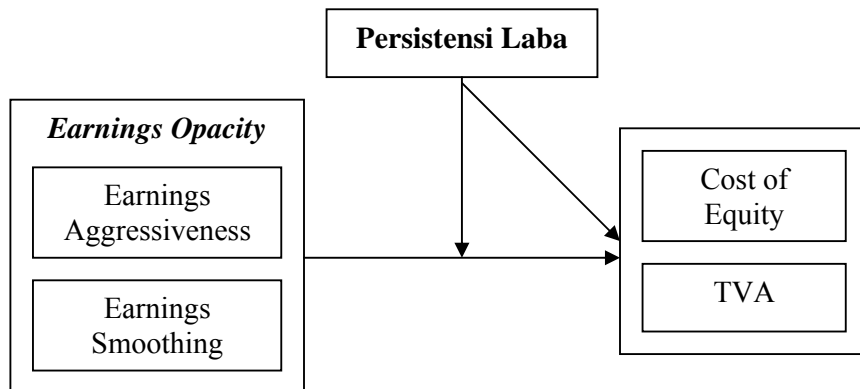
Penelitian ini juga menguji kembali mengenai beberapa hal berikut. *Pertama*, menguji *proxy* pengukuran persistensi laba dan *proxy cost of equity*. *Kedua*, menguji pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*; pengaruh *earnings smoothing* terhadap *cost of equity*; dan pengaruh persistensi laba terhadap *cost of equity*. *Ketiga*, menguji pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *trading volume activity*; pengaruh *earnings smoothing* terhadap *trading volume activity*; dan pengaruh persistensi laba terhadap *trading volume activity*.

2.2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

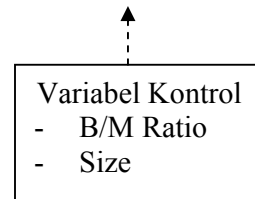
Berdasarkan teori keagenan (khususnya motivasi *signaling*) dan literatur-literatur pendukung lainnya, maka kerangka pemikiran teoritis (KPT) mengenai peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity* (TVA) dapat digambarkan pada Model Teoritikal Dasar seperti gambar 2.3 berikut.

Gambar 2.3:

**Model Teoritikal Dasar
Peran Persistensi Laba Memoderasi Hubungan
antara *Earnings Opacity* dengan *Cost of Equity* dan
*Trading Volume Activity***

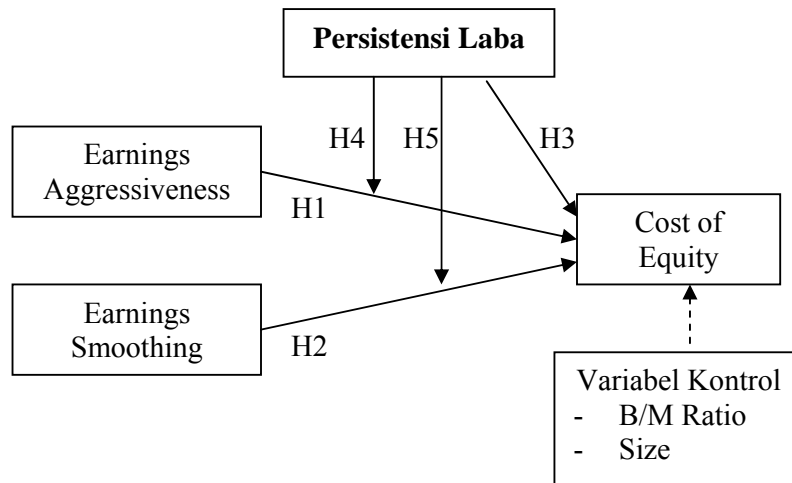


Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini



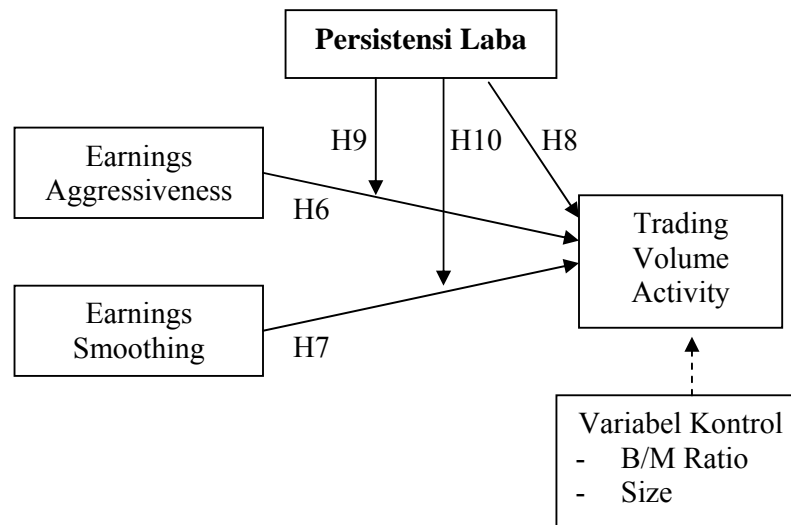
Berdasarkan Gambar 2.3 tersebut nampak bahwa variabel dependen terdiri dari dua variabel yaitu biaya ekuitas (*cost of equity*) dan aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity, TVA*). Dengan demikian Model Teoritikal Dasar tersebut dapat di-*breakdown* ke dalam dua Model Empiris seperti disajikan pada gambar 2.3.1 dan 2.3.2. Gambar 2.3.1 menyajikan Model Empiris *Pertama* mengenai peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dan *cost of equity*; sedangkan Gambar 2.3.2 menyajikan Model Empiris *Kedua* mengenai peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dan TVA.

Gambar 2.3.1:
Model Empiris *Pertama*
Peran Persistensi Laba Memoderasi Hubungan
antara *Earnings Opacity* dan *Cost of Equity*



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

Gambar 2.3.2:
Model Empiris Kedua
Peran Persistensi Laba Memoderasi Hubungan
antara *Earnings Opacity* dan *Trading Volume Activity*



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini
 Berdasarkan Gambar 2.3.1

menunjukkan bahwa persistensi laba berfungsi sebagai pemoderasi (khususnya sebagai *quasi moderator*) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, dan hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity* (selanjutnya disebut sebagai model *pertama*). Pada Gambar 2.3.1 tersebut terdapat lima hipotesis, yaitu H1 s/d H5 dimana hipotesis-hipotesis tersebut menunjukkan variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity*. Sedangkan pada Gambar 2.3.2 menunjukkan bahwa persistensi laba berfungsi sebagai pemoderasi (sebagai *quasi moderator*) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA, dan hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA (selanjutnya disebut sebagai model *kedua*). Pada Gambar 2.3.2 juga terdapat lima hipotesis, yaitu H6 s/d H10 dimana hipotesis-hipotesis tersebut menunjukkan variabel-variabel yang

diprediksikan mempengaruhi TVA. Pada dua model tersebut, variabel B/M Ratio dan SIZE diposisikan sebagai variabel kontrol.

Berdasarkan kerangka pemikiran dan konsep *moderating* tersebut, pada penelitian ini persistensi laba diposisikan sebagai *quasi moderator* dengan model *interaksi*. Persistensi laba disamping sebagai variabel yang mempengaruhi secara langsung terhadap *cost of equity* dan *trading volume activity*, juga sebagai variabel interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (EARPRST*EARAGRS), dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (EARPRST*EARSMTH).

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*.

Persistensi laba juga diukur dengan dua pendekatan, yaitu persistensi laba berbasis *net income before extraordinary items* (PRSTNIBE) dan persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRSTAKRU). Demikian pula, *cost of equity* juga diukur dengan dua pendekatan, yaitu *cost of equity* berbasis *dividend growth model* (COE.DIV), dan *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* (COE.rPEG). Persistensi laba berbasis NIBE dan *cost of equity* berbasis *dividend growth*, selanjutnya disebut sebagai model *utama*; sedangkan persistensi laba berbasis kualitas akrual dan *cost of equity* berbasis *price earnings growth*, selanjutnya disebut sebagai model *alternatif*. Dua pengukuran tersebut dimaksudkan untuk mengetahui

proxy yang paling tepat untuk mengukur persistensi laba dan *cost of equity*.

Berdasarkan konsep pengukuran persistensi laba dan *cost of equity* tersebut, maka model untuk memprediksi *cost of equity* dibedakan menjadi dua model, yaitu model *utama* dan model *alternatif*. Pada model *utama*, peran persistensi laba berbasis NIBE (PRSTNIBE) digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Sedangkan pada model *alternatif* dibedakan lagi menjadi tiga model, yaitu model *alternatif 1*, model *alternatif 2*, dan model *alternatif 3*.

Pada model *alternatif 1*, peran persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRSTAKRU) digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Model *alternatif 1* berfungsi untuk menguji konsep pengukuran persistensi laba. Pada model *alternatif 2*, peran persistensi laba berbasis NIBE (PRSTNIBE) digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Sedangkan pada model *alternatif 3*, peran persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRSTAKRU) digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Model *alternatif 2* dan *alternatif 3* berfungsi untuk menguji konsep pengukuran *cost of equity*.

Berdasarkan uraian tersebut, maka kerangka pemikiran teoritis dapat dirinci menjadi dua kelompok pemikiran teoritis, yaitu kerangka pemikiran mengenai model yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* (model *pertama*); dan model yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity* (model *kedua*). Masing-masing model tersebut diuji dengan model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi*, model *pure moderator* dan model regresi *kontekstual*.

2.3. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan *grand theory*, konsep-konsep dan literatur-literatur, serta kerangka pemikiran teoritis tersebut di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini

dikelompokkan dalam dua kelompok hipotesis (hipotesis mayor). Hipotesis mayor yang *pertama*, adalah hipotesis terhadap variabel-variabel yang diduga mempengaruhi *cost of equity*. Hipotesis mayor *kedua*, adalah hipotesis terhadap variabel-variabel yang diduga mempengaruhi *trading volume activity*. Selanjutnya, dua hipotesis mayor tersebut dirinci ke dalam hipotesis-hipotesis minor. Lima hipotesis minor yang pertama merupakan rincian dari hipotesis mayor *pertama*; sedangkan lima hipotesis minor berikutnya merupakan rincian dari hipotesis mayor *kedua*. Rincian hipotesis-hipotesis minor tersebut disajikan berikut.

2.3.1. Hipotesis tentang 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 peningkatan 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 minor pertama dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 1 (H1) sebagai berikut:

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

2.3.2. Hipotesis tentang hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*

Earnings smoothing merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu. Jika laba akuntansi secara *artificial smooth*, maka angka laba gagal menggambarkan secara benar kinerja ekonomi, sehingga menurunkan keinformasian laba dan mengarah pada kekaburan laba (Bhattacharya *et al.*, 2003). Eckel (1981) dalam Albrect dan Richardson (1990) juga menyatakan bahwa *artificial smoothing* terjadi ketika manajemen memanipulasi *timing* akuntansi untuk menghasilkan *income smoothing*. Pada sisi lain, Francis *et al.* (2004) dan Ecker *et al.* (2006) berargumen bahwa *smoothing (smoothness)* diturunkan dari pandangan bahwa manajemen menggunakan informasi privatnya mengenai *future earnings* untuk 'meratakan' (*smooth*) fluktuasi laba yang akan terjadi, sehingga laporan laba lebih representative dan lebih berguna. Tucker dan Zarowin (2006) juga mengasumsikan bahwa ada seri laba yang di-*manage* pada awal periode (*pre-managed income*) dan

manajer menggunakan akrual diskresi untuk membuat seri laba *smooth*; sehingga laba yang semakin *smooth* menunjukkan laba semakin informatif, dan memberikan sinyal positif kepada investor.

Berdasarkan literatur-literatur tersebut menunjukkan bahwa sesuai dengan konsep *artificial smoothing*, dimana manajemen dapat melakukan manipulasi *timing* akuntansi untuk menghasilkan *income* atau *earnings smoothing*; maka manajemen melakukan *smoothing* melalui pos-pos laporan keuangan. Jika tindakan *smoothing* yang dilakukan oleh manajemen atas dasar pendekatan neraca, maka pos laporan keuangan yang menjadi obyek *smoothing* adalah pos akrual diskresi. Sedangkan jika tindakan *smoothing* melalui pendekatan laba-rugi, maka pos laporan keuangan yang menjadi obyek *smoothing* adalah pos-pos laba, seperti laba operasi, laba dari aktivitas normal (*net income before extraordinary items*, NIBE), dan laba bersih.

Mengacu pada Francis *et al.* (2004) pengukuran *earnings smoothing* didasarkan pada pendekatan laba-rugi, khususnya NIBE. Pada pendekatan ini *smoothing (smoothness)* diukur dari rasio antara standar deviasi NIBE terhadap standar deviasi *cash flow from operation* (CFO); dimana CFO merupakan selisih antara NIBE dan *total current accruals* (TCA). Pengukuran ini didasarkan pada argumentasi bahwa NIBE dihasilkan selama perusahaan beroperasi pada aktivitas normal, sehingga manajemen dengan menggunakan informasi privatnya melakukan *smoothing* atas fluktuasi laba yang terjadi.

Manajemen atas dasar motivasi *signaling* dapat menggunakan NIBE untuk melakukan 'perataan' (*smooth*) atas fluktuasi laba yang akan terjadi. Ketika laba dari aktivitas normal (NIBE)

dipandang *smooth*, maka kinerja laba adalah stabil sehingga berdampak pada stabilitas *dividend growth*. Motivasi ini didasari oleh *agency theory*, dimana manajemen mempunyai kewajiban untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham, terutama melalui dividen. Jika kinerja laba tumbuh dan meningkat, diharapkan pertumbuhan dividen juga meningkat. Apabila pertumbuhan dividen digunakan sebagai dasar pengukuran *cost of equity*, maka dapat diduga bahwa *earnings smoothing* berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

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

H2 : *Earnings smoothing* berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

2.3.3. Hipotesis tentang 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 minor ketiga dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 3 (H3) sebagai berikut:

H3 : Persistensi laba berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

2.3.4. Hipotesis tentang 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. Konsep ini juga diterapkan di Indonesia sebagai laba dari aktivitas normal (PSAK No. 1).

Persistensi laba sebagai ukuran dari kualitas laba berdampak pada peningkatan keinformasian laba (Tucker dan Zarowin, 2006), sebaliknya *earnings aggressiveness* akan mengaburkan keinformasian laba, dan *earnings opacity* 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 minor keempat dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 4 (H4) sebagai berikut:

H4 : Persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.

2.3.5. Hipotesis tentang interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* terhadap *cost of equity*

Sebagaimana disebutkan di muka, 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 (Penman, 2003). Sedangkan *earnings smoothing* merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu. Jika laba akuntansi secara *artificial smooth*, maka angka laba gagal menggambarkan secara benar kinerja ekonomi, sehingga menurunkan keinformasian laba dan mengarah pada keaburan laba (Bhattacharya *et al.*, 2003).

Sesuai dengan *agency theory*, khususnya manajemen didasari oleh motivasi *signaling*, maka tindakan “perataan” (*smoothing*) dapat digunakan sebagai sinyal kemakmuran pemegang saham melalui pertumbuhan dividen. Jika pertumbuhan dividen digunakan sebagai pengukur *cost of equity*, maka *earnings smoothing* diduga berhubungan positif dengan *cost of equity*. Namun tindakan ini sebenarnya menciptakan keaburan laba (*earnings opacity*), karena kinerja laba tidak mencerminkan yang sesungguhnya.

Untuk mengurangi atau menurunkan kekaburan laba, manajemen dapat melakukan kebijakan yang menciptakan persistensi laba. Kebijakan tersebut dapat dilakukan dengan cara *matching* antara laba saat ini dengan laba periode mendatang melalui NIBE atau kebijakan akrual. Pada model utama penelitian ini, persistensi laba didasarkan pada NIBE dengan argumentasi bahwa NIBE merupakan kinerja laba yang dihasilkan selama perusahaan beraktivitas secara normal. Sedangkan persistensi laba berbasis akrual digunakan pada model alternatif (sebagai perluasan analisis), karena laporan keuangan berbasis akrual juga merupakan bagian dari laporan laba berbasis NIBE.

Persistensi laba berbasis NIBE diharapkan mampu memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Dinyatakan mampu memoderasi hubungan, apabila persistensi laba dapat melemahkan (menurunkan) hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Apabila persistensi laba mampu melemahkan hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*, maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* menghasilkan tanda negatif dan signifikan.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis minor kelima dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 5 (H5) sebagai berikut:

H5 : Persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

2.3.6. Hipotesis tentang hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*

Sesuai dengan definisi konsep yang telah disebutkan di muka dinyatakan bahwa *earnings aggressiveness* merupakan tindakan manajemen yang mengarah pada

kecenderungan menunda pengakuan rugi dan mempercepat pengakuan laba dengan cara menaikkan komponen-komponen akrual dan pada saat yang sama menurunkan biaya, sehingga laporan laba lebih tinggi daripada yang sesungguhnya. Jika perusahaan melakukan *aggressive accounting*, maka 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. Kebijakan akrual diskresi sering di-*proxy* dengan total akrual tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya, sehingga laporan laba menjadi kabur (*opaque*).

Earnings aggressiveness yang mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*) mendorong para pelaku pasar melakukan reaksi negatif (misalnya ditunjukkan oleh volume perdagangan saham). Hal ini disebabkan karena para pelaku pasar memandang bahwa *earnings aggressiveness* tidak dapat menggambarkan laba ekonomi sesungguhnya yang dihasilkan oleh perusahaan. Pandangan tersebut akan berdampak pada reaksi negatif dari para pelaku pasar terhadap laporan keuangan yang terkandung dalam *earnings aggressiveness*. Bhattacharya *et al.* (2003) juga menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume*. Data perusahaan *go public* di Indonesia menunjukkan bahwa pada periode laporan keuangan 2005 dan 2006 angka *earnings aggressiveness* negatif sebesar -0,020 dan -0,004; sedangkan aktivitas volume perdagangan saham pada periode 2006 dan 2007 masing-masing 0,503 dan 0,508 persen.

Berdasarkan argumentasi tersebut, diduga bahwa hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA adalah negatif. Hubungan negatif ini akan semakin kuat, apabila para pelaku pasar semakin yakin bahwa *earnings aggressiveness* adalah output dari kebijakan total akrual yang mengarah pada kekaburan laba. Apabila kebijakan akrual yang dilakukan oleh manajemen menghasilkan laporan laba yang semakin *aggressive*, maka para pelaku pasar akan menahan (*hold*) sebagian saham yang dipegangnya, sehingga aktivitas perdagangan menurun; demikian sebaliknya. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis alternatif ke-enam (H6) dapat dirumuskan sebagai berikut:

H6 : *Earnings aggressiveness* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*.

2.3.7. Hipotesis tentang hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*

Earnings smoothing merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu selama perusahaan beraktivitas secara normal. Jika laporan laba akuntansi secara *artificial smooth*, maka angka laba gagal menggambarkan secara benar kinerja ekonomi, sehingga menurunkan keinformasian laporan laba, dan mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*). *Artificial smoothing* terjadi ketika manajemen memanipulasi *timing* akuntansi untuk menghasilkan *income (earnings) smoothing* (Albrecht dan Richardson, 1990).

Bhattacharya *et al.* (2003) menentukan *earnings smoothing* atas dasar korelasi antara perubahan akrual dan perubahan arus kas; dimana angka korelasi diharapkan negatif. Angka korelasi yang semakin besar mengindikasikan *earnings smoothing* semakin besar pula, dan

mengakibatkan *earnings opacity* juga semakin besar. Apabila kekaburan laba ini diketahui oleh investor, maka investor akan melakukan reaksi negatif (misalnya ditunjukkan dengan penurunan aktivitas perdagangan saham). Namun penulis lain, misalnya Francis *et al.* (2004) berargumentasi bahwa laba yang 'diratakan' (*smoothed*) dapat mengurangi fluktuasi laba pada periode mendatang, sehingga laporan laba lebih representative dan lebih berguna. Argumentasi tersebut juga didukung oleh Tucker dan Zarowin (2006) menyatakan bahwa laba yang semakin *smooth* menunjukkan laba semakin informatif, dan memberikan sinyal positif kepada investor.

Berdasarkan konsep dan argumentasi tersebut, maka kebijakan *earnings smoothing* dapat melahirkan dua pandangan. *Pertama*, jika *earnings smoothing* tidak dapat memberikan informasi laba yang sesungguhnya, maka *earnings smoothing* mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*); dan selanjutnya akan direaksi negatif oleh para pelaku pasar. *Kedua*, jika *earnings smoothing* menambah keinformasian laba, dalam arti laba menjadi lebih *informative*, maka laporan laba menjadi lebih representative; dan selanjutnya akan direaksi secara positif oleh para pelaku pasar (misalnya peningkatan volume perdagangan saham).

Fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan saham transaksinya tipis (Hartono, 2003), maka diasumsikan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Pada tahun 2006 – 2007, fakta di Indonesia juga menunjukkan bahwa secara rata-rata TVA bagi perusahaan *go public* relatif sangat kecil, sekitar 0,5% (Bisnis Indonesia, terbitan Januari – Mei 2006 dan 2007). Sementara data angka *earnings smoothing* pada dua tahun terakhir (2005 – 2006) bagi perusahaan *go public* di Indonesia

mengalami peningkatan dari 1,184 menjadi 2,290. Fakta tersebut mengindikasikan bahwa rata-rata laba perusahaan di Indonesia tidak *smooth*.

Earnings smoothing dapat diketahui dan dihitung pada setiap akhir periode (dalam hal ini laporan keuangan akhir tahun); sementara para pelaku pasar melakukan transaksi perdagangan saham secara harian. Hal ini sangat dimungkinkan bahwa informasi laba yang terkandung dalam *earnings smoothing* tidak digunakan oleh para pelaku pasar dalam aktivitas perdagangan saham. Dengan kata lain, *earnings smoothing* tidak membawa keinformasian laba yang terkandung dalam aktivitas volume perdagangan. Argumentasi ini juga didukung oleh Tucker dan Zarowin (2006) menyatakan bahwa jika *earnings smoothing* semakin besar, berarti laba tidak *smooth*; sehingga laba menjadi kacau/ kabur (*garbles*). Pada penelitian ini diasumsikan bahwa *earnings smoothing* membawa kekaburan laba, dan para pelaku pasar menahan (*hold*) saham yang dipegang, sehingga transaksi perdagangan menurun.

Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis minor ke-tujuh dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 7 (H7) sebagai berikut:

H7 : *Earnings smoothing* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*.

2.3.8. Hipotesis tentang hubungan antara persistensi laba dan *trading volume activity*

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, sehingga laba menjadi *sustainable* (Penman, 2003). Konsep

persistensi laba dapat diukur dengan dua pendekatan, yaitu persistensi laba berbasis NIBE dan persistensi laba berbasis kualitas akrual. *Net income before extraordinary items* (NIBE) digunakan sebagai *proxy* persistensi laba, didasarkan pada argumentasi bahwa NIBE merupakan laba yang dihasilkan selama perusahaan beraktivitas secara normal. Kualitas akrual juga dapat digunakan sebagai *proxy* persistensi laba, karena sebagian besar laporan keuangan didasarkan pada akrual. Jika laporan laba dipandang sebagai laba yang persisten, maka para pemakai laporan keuangan (khususnya investor) akan menilai kinerja perusahaan secara positif.

Mengacu pada motivasi *signaling*, persistensi laba diharapkan dapat memberikan sinyal positif kepada para pemakai laporan keuangan. Apabila para investor menilai positif terhadap kinerja laba perusahaan, maka diharapkan investor juga akan melakukan reaksi positif dalam aktivitas perdagangannya. Namun demikian, fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa perdagangan saham di BEJ transaksinya *tipis*, sehingga tergolong *thin market* (Hartono, 2003). Fenomena ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Data perusahaan *go public* di Indonesia pada tahun 2006 dan 2007 juga menunjukkan bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sangat kecil, sekitar 0,5% dari kapitalisasi pasar (Bisnis Indonesia, terbitan Januari – Mei 2006 dan 2007).

Data mengenai perkembangan rata-rata bagi perusahaan *go public* yang sahamnya aktif diperdagangkan pada 2004/2005 dan 2005/2006 mempunyai NIBE/TA masing-masing sebesar 8,56% dan 8,49%; sementara TVA masing-masing sebesar 0,503 dan 0,508 persen. Hal ini berarti penurunan pada NIBE/TA diikuti oleh peningkatan TVA. Namun

demikian, data juga menunjukkan bahwa standar deviasi residual NIBE pada 2004/2005 dan 2005/2006 mengalami penurunan dari 0,009 menjadi 0,006. Penurunan standar deviasi residual NIBE menunjukkan peningkatan persistensi laba. Pada penelitian ini diasumsikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE digunakan oleh para pelaku pasar dalam melakukan transaksi perdagangan. Jika persistensi laba digunakan sebagai informasi dalam aktivitas perdagangan saham, maka dapat diprediksikan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap TVA.

Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis minor ke-delapan dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 8 (H8) sebagai berikut:

H8 : Persistensi laba berpengaruh positif terhadap *trading volume activity*.

2.3.9. Hipotesis tentang interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* terhadap *trading volume activity*

Sesuai dengan kerangka pemikiran di muka, bahwa persistensi laba diharapkan berpengaruh positif terhadap aktivitas perdagangan, sedangkan *earnings aggressiveness* diduga berhubungan negatif. Dampak pemoderasian ini adalah tergantung dari kemampuan persistensi laba sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity* (TVA).

Apabila persistensi laba mempunyai pengaruh kuat terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA, maka persistensi laba sebagai variabel pemoderasi mampu melemahkan (menurunkan) keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. Ini berarti interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* menghasilkan tanda negatif dan signifikan. Namun bila persistensi laba tidak mampu memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness*

dan TVA, maka persistensi laba tidak dapat menurunkan keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. Dengan kata lain persistensi laba justru akan memperkuat keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. Ini berarti interaksinya menghasilkan tanda positif dan signifikan.

Sesuai dengan motivasi *signaling*, manajemen mempunyai kepentingan untuk meningkatkan kinerja laba melalui persistensi laba. Jika laporan laba semakin persisten, maka keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dapat diturunkan. Namun jika interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* lebih didominasi oleh *earnings aggressiveness*, maka keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* semakin kuat. Berdasarkan argumentasi tersebut dapat dinyatakan bahwa interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* dapat memperlemah atau memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA. Dengan kata lain, persistensi laba dapat memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis alternatif 9 (H9) sebagai berikut:

H9 : Persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*.

2.3.10. Hipotesis tentang interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* terhadap *trading volume activity*

Sebagaimana telah diuraikan pada penjelasan di muka, bahwa konsep persistensi laba merupakan laba yang mempunyai kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*). Sedangkan *earnings smoothing* merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu selama perusahaan beraktivitas

secara normal. Kebijakan *earnings smoothing* dapat melahirkan dua pandangan, yaitu *earnings smoothing* yang tidak dapat memberikan informasi laba yang sesungguhnya, dan mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*); dan *earnings smoothing* yang dapat menambah keinformasian laba, sehingga laba menjadi lebih *informative*.

Interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* sangat tergantung dari output kebijakan *earnings smoothing*. Jika *earnings smoothing* tidak dapat memberikan informasi laba yang sesungguhnya dan mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*), maka persistensi laba yang mempunyai kualitas tinggi dapat melemahkan hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity* (TVA). Namun, jika *earnings smoothing* dapat meningkatkan keinformasian laba, maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* dapat menguatkan hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*. Pada penjelasan sebelumnya juga dinyatakan bahwa persistensi laba memberikan sinyal positif terhadap TVA, maka persistensi laba diharapkan mampu menurunkan hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA.

Fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa perdagangan saham transaksinya *tipis* (Hartono, 2003). Data rata-rata perusahaan *go public* di Indonesia pada tahun 2006 dan 2007 juga menunjukkan bahwa TVA sangat kecil masing-masing sebesar 0,503% dan 0,508% (Bisnis Indonesia, terbitan Januari – Mei 2006 dan 2007). Fakta ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Apabila para pelaku pasar menganggap bahwa kebijakan *earnings smoothing* mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*), maka dampak terhadap aktivitas perdagangan saham adalah

negatif. Namun, jika kebijakan *earnings smoothing* diasumsikan menambah keinformasian laba, maka dampak terhadap aktivitas perdagangan saham adalah positif. Sementara, data menunjukkan bahwa angka rata-rata *earnings smoothing* pada dua tahun terakhir (2005 – 2006) mengalami peningkatan dari 1,184 menjadi 2,290. Fakta ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata perusahaan di Indonesia menghasilkan laba yang berfluktuatif (tidak *smooth*); dan ini berarti mengarah pada kekaburan laba.

Berdasarkan konsep dan fakta tersebut, maka interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* tergantung pada kemampuan pemoderasian persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Pada penelitian ini diasumsikan bahwa para pelaku pasar menggunakan informasi yang terkandung dalam NIBE dan *earnings smoothing*. NIBE diasumsikan sebagai laba yang persisten; sedangkan *earnings smoothing* diasumsikan sebagai laba yang kabur (*earnings opacity*).

Berdasarkan konsep dan fakta tersebut, maka persistensi laba diasumsikan dapat memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis minor ke-sepuluh dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 10 (H10) sebagai berikut:

H10: Persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*.

BAB III

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.

3.1. 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*, perusahaan yang sahamnya secara aktif ditransaksikan minimal sembilan hari sejak tanggal publikasi laporan keuangan (reaksi pasar atas sinyal publikasi laporan keuangan). *Kelima*, tidak terdapat data *outliers*. Kriteria *ketiga* digunakan untuk *model pertama*; sedangkan kriteria *keempat* digunakan untuk *model kedua*.

Daftar perusahaan yang menjadi sampel disajikan pada lampiran 1 dan 8. Lampiran 1 menyajikan ringkasan variabel penelitian yang berhubungan dengan perusahaan yang membagi dividen; sedangkan lampiran 8 menyajikan daftar perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan. Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel penelitian bagi perusahaan yang membagi dividen disajikan pada Tabel 3.1. Sampel penelitian pada Tabel 3.1 tersebut digunakan untuk analisis pada *model pertama*, yaitu model yang digunakan untuk memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*) seperti disajikan sebagai berikut.

Tabel 3.1**Prosedur Pemilihan Sampel
Berbasis Dividen**

Keterangan	2004-2005	2005-2006	Jumlah Sampel
Jumlah populasi (perusahaan selain sektor property dan keuangan yang terdaftar di BEJ 2004-2006)	239	239	478
Perusahaan yang tidak mempublik laporan keuangan dalam bulan Januari-April	143	143	286
Perusahaan yang mempublik laporan keuangan dalam bulan Januari-April periode 2004/2005 dan 2005/2006	96	96	192
Perusahaan yang mempublik laporan keuangan berturutan 2004-2006	73	73	146
Perusahaan yang mencantumkan pembagian dividen: Pada tahun 2004 = 50; 2005 = 65; dan 2006 = 53 Perusahaan yang membagi dividen secara berturutan: Pada tahun 2004 dan 2005 Pada tahun 2005 dan 2006 Total perusahaan yang membagi dividen berturutan	47	47	94
Data <i>outlier</i>	9	9	18
Jumlah sampel (berbasis dividen)	38	38	76

Sumber: Data diolah.

Berdasarkan Tabel 3.1 tersebut menunjukkan bahwa populasi penelitian ini menggunakan data *pooling* (*pooled data*). Asumsi yang digunakan dalam *pooled data* penelitian ini adalah perusahaan dan tahun diasumsikan konstan. Pada periode 2004-2005 dan 2005-2006 jumlah perusahaan (selain sektor property dan keuangan) yang go publik melalui Bursa Efek Jakarta masing-masing sejumlah 239 perusahaan; sehingga jumlah populasi atas dasar *pooling* 478 observasi. Jumlah perusahaan yang mempublik laporan keuangan bulan Januari – April untuk periode 2004-2005 dan 2005-2006 masing-masing sejumlah 73 perusahaan; sehingga jumlah sampel (*pooled data sample*) adalah

146 observasi. Pada periode tersebut, perusahaan yang mencantumkan pembagian dividen secara berturut-turut masing-masing sejumlah 47 perusahaan; sehingga sampel perusahaan sejumlah 94 observasi. Dari 94 observasi terdapat data *outliers* sejumlah 18 observasi (masing-masing 9 observasi pada periode 2004-2005 dan 2005-2006). Dengan demikian total sampel (final) sejumlah 76 observasi yang terdiri dari 38 perusahaan pada periode 2004-2005, dan 38 perusahaan pada periode 2005-2006. Dengan kata lain, jumlah sampel adalah sebesar 16% dari total populasi (76/478); atau sebesar 52% dari jumlah perusahaan yang mempublik laporan keuangan secara berturut-turut (76/146); atau sebesar 81% dari jumlah perusahaan yang membagi dividen secara berturut-turut selama periode 2004-2005 dan 2005-2006.

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini (seperti ditunjukkan oleh KPT model *kedua*), maka prosedur pemilihan sampel selanjutnya didasarkan pada *trading volume activity* (TVA). Jadi prosedur pemilihan sampel penelitian pada model *kedua* ini sedikit berbeda dengan model *pertama*. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa perusahaan yang membagi dividen belum tentu sahamnya aktif diperdagangkan. Sebaliknya, perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan belum tentu membagi dividen. Dengan demikian sampel pada *model kedua* adalah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ. Variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi TVA menyesuaikan dengan perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan selama sembilan hari sejak tanggal

publikasi laporan keuangan. Prosedur pemilihan sampel pada model *kedua* disajikan pada Tabel 3.2 berikut.

Tabel 3.2
Prosedur Pemilihan Sampel
Berbasis *Trading Volume Activity* (TVA)

Keterangan	2004-2005	2005-2006	Jumlah Sampel
Jumlah populasi (perusahaan selain sektor property dan keuangan yang terdaftar di BEJ 2004-2006)	239	239	478
Perusahaan yang tidak mempublik laporan keuangan dalam bulan Januari-April	143	143	286
Perusahaan yang mempublik laporan keuangan dalam bulan Januari-April periode 2004/2005 dan 2005/2006	96	96	192
Perusahaan yang mempublik laporan keuangan berturut-turut 2004-2006	73	73	146
Perusahaan yang sahamnya tidak aktif	24	13	37
Perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan	49	60	109
Data <i>outliers</i>	7	14	21
Jumlah sampel	42	46	88

Sumber: Data diolah.

Berdasarkan Tabel 3.2 tersebut menunjukkan bahwa populasi penelitian ini menggunakan *pooled data* untuk periode laporan 2004-2005 dan 2005-2006 masing-masing sejumlah 239 perusahaan; sehingga jumlah populasi adalah 478 observasi. Jumlah perusahaan yang mempublikasi laporan keuangan secara berturut-turut dalam bulan Januari – April tahun 2006 dan 2007 untuk periode laporan 2004-2005 dan 2005-2006 masing-masing sejumlah 73 perusahaan.

Pada publikasi laporan tahun 2006, perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan selama sembilan hari sejak publikasi laporan keuangan sejumlah 49 perusahaan; sedangkan pada publikasi tahun 2007 sejumlah 60 perusahaan. Dengan demikian total sampel (*pooled data sample*) sejumlah 109 observasi. Dari 109 observasi terdapat data *outliers* sejumlah 21 observasi (7 dan 14 observasi masing-masing pada publikasi tahun 2006 dan 2007). Dengan demikian total sampel (final) sejumlah 88 observasi yang terdiri dari 42 perusahaan pada publikasi 2006, dan 46 perusahaan pada publikasi tahun 2007. Dengan kata lain, jumlah sampel adalah sebesar 18% dari total populasi (88/478); atau sebesar 60% dari jumlah perusahaan yang mempublik laporan keuangan secara berturutan (88/146); atau sebesar 81% dari jumlah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan secara berturutan selama periode 2006 dan 2007 sejak tanggal publikasi laporan keuangan.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data tersebut termasuk data sekunder diperoleh dari publikasi laporan keuangan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) 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; (2) besaran dividen yang dibagi; dan (3) volume perdagangan saham.

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. Sedangkan data volume perdagangan saham didapat dari Data Bursa: (1) Data transaksi (volume, dan nilai); dan (2) Kapitalisasi pasar.

3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

3.3.1. 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*, *earnings smoothing*, *cost of equity*, *trading volume activity*, *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 (ϵ) yang relatif kecil; atau regresi kualitas akrual yang

menghasilkan standar deviasi residual kecil. Persistensi laba berfungsi sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* (MODERAT1) dan *earnings smoothing* (MODERAT2). MODERAT1 merupakan interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (EAR.PRST*AGRS). Sedangkan MODERAT2 merupakan interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (EAR.PRST*SMTH).

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.

Earnings smoothing merupakan tindakan manajemen laba dengan cara melaporkan laba secara *smooth* sepanjang waktu. Jika laba akuntansi secara *artificial smooth*, maka angka laba tersebut gagal menggambarkan secara benar kinerja ekonomi, sehingga menurunkan keinformasian laporan laba, dan mengarah pada *earnings opacity*. Pengukuran *earnings smoothing* didasarkan pada standar deviasi NIBE terhadap *cash flow* (CF); dimana CF didapat dari selisih antara NIBE dan 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*.

Aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity, TVA*) merupakan perputaran (*turn-over*) dari saham yang diperdagangkan terhadap jumlah saham beredar. Karena saham yang diperdagangkan mempunyai nilai (rupiah), maka aktivitas volume perdagangan saham sering diukur dari rasio antara jumlah nilai (rupiah) saham yang diperdagangkan terhadap jumlah nilai (rupiah) saham yang beredar. Pada penelitian ini, TVA diukur berdasarkan *log*, dengan alasan bahwa nilai transaksi relatif sangat kecil jika dibandingkan dengan nilai saham beredar (kapitalisasi pasar). TVA yang digunakan dalam penelitian ini adalah TVA satu s/d sembilan hari sejak tanggal publikasi laporan keuangan tahunan 2004/2005 dan 2005/2006. Laporan keuangan tahunan 2004/2005 dipublikasikan pada Januari–April 2006; sedangkan laporan keuangan tahunan 2005/2006 dipublikasikan pada Januari–April 2007.

Pada penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan adalah besaran perusahaan (SIZE) dan *book-to-market ratio* (B/M). 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).

Book-to-market ratio (B/M) mencerminkan reaksi pasar dalam menilai ekuitas perusahaan. Semakin kecil rasio B/M atau menghasilkan rasio kurang dari satu ($B/M < 1$) menunjukkan bahwa perusahaan dinilai terlalu tinggi oleh pasar. Apabila perusahaan menunjukkan kecenderungan kinerja yang semakin baik, maka pasar bereaksi positif dalam arti pasar akan menilai lebih tinggi daripada nilai buku ekuitas ($B/M < 1$).

3.3.2. 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	<ul style="list-style-type: none"> NIBE Kualitas Akrual (AKRU) 	<ul style="list-style-type: none"> $NIBE_t / TA_t = \alpha + \beta NIBE_t / TA_{t-1} + \varepsilon$ AKRU: $\sigma(\tilde{v}) =$ standar deviasi dari estimasi residual pada $TCA_t / Asset_{t-1} = \alpha + \beta_1 CFO_t / Asset_{t-1} + \beta_2 CFO_t / Asset_t + \varepsilon$ $CFO = NIBE - TA_{akrual}$ 	<ul style="list-style-type: none"> Dechow dan Dichev (2002); Francis <i>et al.</i> (2004); Ecker <i>et al.</i> (2006)
EARNINGS OPACITY	<ul style="list-style-type: none"> Earnings aggressiveness (AGRS) Earnings smoothing (SMTH) 	<ul style="list-style-type: none"> $AGRS = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta STD_t - DEP_t + \Delta TP_t) / TA_{t-1}$ $SMTH = \sigma(NIBE / Asset_{t-1}) / \sigma(CFO / Asset_{t-1})$ 	<ul style="list-style-type: none"> Bhattacharya <i>et al.</i> (2003). Francis <i>et al.</i> (2004)

COST OF EQUITY	<ul style="list-style-type: none"> • Dividend Growth • Price Earnings Growth 	<ul style="list-style-type: none"> • $CoE_t = D_t + D_t(1+g_t)$ • $rPEG = \sqrt[3]{(eps_2 + rdps_1 - eps_1) / P_0}$ 	<ul style="list-style-type: none"> • Jones (2004) • Easton (2004); Easton dan Monahan (2005).
TRADING VOLUME ACTIVITY	<ul style="list-style-type: none"> • TVA 	<ul style="list-style-type: none"> • $TVA = \frac{\text{Log nilai transaksi}}{\text{Log kapitalisasi pasar}}$ 	<ul style="list-style-type: none"> • Bhattacharya <i>et al.</i> (2003)
INTERAKSI PERSISTENSI LABA DAN EARNINGS OPACITY	<ul style="list-style-type: none"> • MODERAT1 • MODERAT2 	<ul style="list-style-type: none"> NIBE*AGRS NIBE*SMTH 	<ul style="list-style-type: none"> Francis <i>et al.</i> (2004); Tucker dan Zarowin (2006)
VARIABEL KONTROL	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Size</i> • <i>Book to Market Ratio (BM)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Size = log market value tahun $t-1$. <i>Book-to-market (BM)</i> = rasio antara <i>log book value of equity</i> dibagi dengan <i>market value equity</i> pada tahun $t-1$. 	<ul style="list-style-type: none"> Francis <i>et al.</i> (2004); Easton dan Monahan (2005).

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

3.4. Teknik Analisis

Mengacu pada kerangka pemikiran yang diajukan pada penelitian ini, maka teknik analisis dibedakan dalam dua kelompok. *Pertama*, analisis terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi *cost of equity* (model *pertama*). *Kedua*, analisis terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi *trading volume activity* (model *kedua*). Sesuai dengan model teoritis dalam penelitian ini, maka variabel-variabel pada model *pertama* terdiri dari variabel *cost of equity* (sebagai variabel dependen), dan variabel independen terdiri dari *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1), interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2), *book-to-market ratio*, dan *SIZE*.

Pada model *kedua*, variabel dependennya adalah *trading volume activity*; sedangkan variabel independen sama dengan yang digunakan pada model *pertama*.

Berdasarkan model teoritis tersebut, maka teknik analisis regresi masing-masing model tersebut diuji dengan model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* seperti disajikan berikut.

3.4.1. Teknik Analisis Model Regresi *Pertama*

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.

$$\begin{aligned} \text{COE.DIV} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTNIBE} + \beta_2\text{EAR.AGRS} + \beta_3\text{EAR.SMTH} \\ & + \beta_4\text{MODERAT1} + \beta_5\text{MODERAT2} + \beta_6\text{BM} \\ & + \beta_7\text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots \end{aligned} \quad (1)$$

dimana:

- COE.DIV : *Cost of Equity* berbasis *dividend growth model*;
- PRSTNIBE : *Earnings Persistence* berbasis NIBE;
- EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
- EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
- MODERAT1 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;
- MODERAT2 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.SMTH;
- BM : *Book to Market Ratio*;
- SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan
- ε : *Error term*.

3.4.2. Teknik Analisis Model Regresi *Kedua*

Teknik analisis pada model regresi *kedua* dilakukan terhadap variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity*. Teknik

analisis terhadap model regresi *kedua* juga menggunakan model *quasi moderator* berbasis regresi interaksi seperti disajikan berikut.

$$\begin{aligned} \text{TVA} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTNIBE} + \beta_2\text{EAR.AGRS} + \beta_3\text{EAR.SMTH} \\ & + \beta_4\text{MODERAT1} + \beta_5\text{MODERAT2} + \beta_6\text{BM} \\ & + \beta_7\text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots \end{aligned} \quad (2)$$

dimana:

- TVA : *Trading Volume Activity*;
- PRSTNIBE : *Earnings Persistence* berbasis NIBE;
- EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
- EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
- MODERAT1 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;
- MODERAT2 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.SMTH;
- BM : *Book to Market Ratio*;
- SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan
- ε : *Error term*.

3.5. Pengujian Asumsi Klasik

Pada model regresi linier dengan teknik *ordinary least squares* (OLS) tersebut diperlukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas *errors*, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Rincian uji asumsi klasik 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).

$$\text{Rasio-skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\text{Standard error of skewness}} \dots\dots\dots (3)$$

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):

$$\boxed{\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}} \dots\dots\dots (4)$$

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):

$$\boxed{[e_i] = \beta_1 X_i + v_i} \dots\dots\dots (5)$$

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% ($\alpha > 0,05$).

(4) Uji autokorelasi

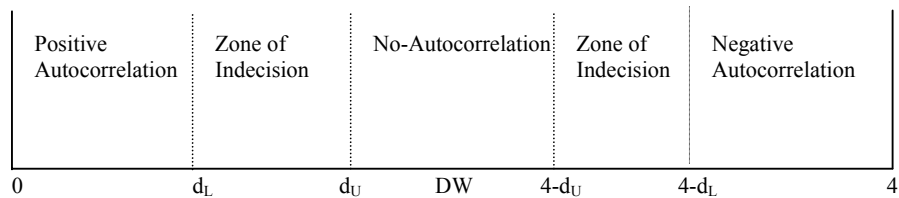
Pengujian asumsi ketiga dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah d_L , d_U , $4 - d_L$, dan $4 - d_U$.

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



3.6. Uji Model dan Uji Hipotesis

3.6.1. 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% ($\alpha \leq 0,05$). Nilai *F-hitung* dapat dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 2003):

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots (6)$$

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

Keputusan menolak atau menerima nilai *F-test* juga dapat dilihat nilai signifikansi (*alpha*, α) dari *output SPSS-software* yang menyediakan fasilitas

signifikansi (*sig.*). Apabila nilai *sig.* lebih kecil sama dengan 5% ($sig. \leq 0,05$) maka H_0 ditolak. Dengan kata lain, hipotesis alternatif (H_1) diterima; artinya model regresi secara statistik signifikan memenuhi *goodness of fit*.

Sebagai perluasan, pada penelitian ini dilakukan uji perluasan model (*extended test*) yang terdiri dari identifikasi variabel *moderator*, uji model regresi dan uji konsep pengukuran variabel. Identifikasi variabel *moderator* diperluas pada *pure moderator*; sedangkan uji model regresi diperluas pada regresi kontekstual. Sementara uji konsep pengukuran variabel diperluas pada *proxy* pengukuran persistensi laba dan *cost of equity*. Secara rinci identifikasi variabel *moderator* dan uji perluasan model disajikan berikut.

3.6.1.1. Identifikasi variabel moderator

Mengacu pada Sharma *et al.* (1981) menyatakan bahwa untuk memastikan tipe variabel *moderator* perlu dilakukan identifikasi untuk mengetahui apakah variabel *moderator* termasuk tipe *quasi* ataukah *pure moderator*. Pada penelitian ini, identifikasi variabel *moderator* (persistensi laba berbasis NIBE) diuji dengan model *pure moderator*. Sesuai dengan KPT pada penelitian ini, maka model *pure moderator* diujikan pada model *pertama* dan model *kedua* seperti disajikan berikut.

1. Identifikasi *pure moderator* pada model *pertama*

$$\begin{aligned} \text{COE.DIV} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTNIBE} + \beta_2\text{MODERAT1} + \beta_3\text{MODERAT2} \\ & + \beta_4\text{BM} + \beta_5\text{SIZE} + \varepsilon \quad \dots\dots\dots (7) \end{aligned}$$

2. Identifikasi *pure moderator* pada model *kedua*

$$\begin{aligned} \text{TVA} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTNIBE} + \beta_2\text{MODERAT1} + \beta_3\text{MODERAT2} \\ & + \beta_4\text{BM} + \beta_5\text{SIZE} + \varepsilon \quad \dots\dots\dots (8) \end{aligned}$$

Pada persamaan tersebut nampak bahwa *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* (sebagai prediktor) tidak dimasukkan ke dalam model. Variabel pemoderasi dinyatakan sebagai *pure moderator*, jika variabel interaksi (MODERAT1 dan MODERAT2) secara statistik signifikan; sementara variabel pemoderasi (PRSTNIBE) harus tidak signifikan.

3.6.1.2. Perluasan uji model regresi

Perluasan uji model regresi dilakukan dengan menggunakan model kontekstual. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa model *moderating* dapat dibedakan ke dalam dua model yaitu model *interaksi* dan model *kontekstual*. Pada perluasan uji model ini dimaksudkan untuk menguji kekuatan model (*robustness test*) dari model yang diusulkan (model *interaksi*). Perluasan uji model dilakukan dengan cara membandingkan antara hasil regresi pada model *interaksi* dengan hasil regresi pada model *kontekstual* atas dasar *incremental R-square*. Apabila model *interaksi* menghasilkan *R-square* lebih besar daripada model *kontekstual*, maka model *interaksi* merupakan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Sebaliknya, jika model *kontekstual* dapat meningkatkan *R-square (incremental R²)*, maka model *kontekstual* merupakan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *interaksi*. Regresi *kontekstual* pada model *pertama* dan model *kedua* dirumuskan sebagai berikut.

1. Regresi kontekstual model *pertama*

$$\text{COE.DIV} = \alpha + \beta_1\text{EAR.AGRS} + \beta_2\text{EAR.SMTH} + \beta_3\text{MODERAT1} + \beta_4\text{MODERAT2} + \beta_5\text{BM} + \beta_6\text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots (9)$$

dimana:

COE.DIV : *Cost of Equity* berbasis *dividend growth model*;
EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
MODERAT1 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;
MODERAT2 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.SMTH;
BM : *Book to Market Ratio*;
SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan
 ε : *Error term*.

2. Regresi kontekstual model kedua

$$TVA = \alpha + \beta_1 \text{EAR.AGRS} + \beta_2 \text{EAR.SMTH} + \beta_3 \text{MODERAT1} + \beta_4 \text{MODERAT2} + \beta_5 \text{BM} + \beta_6 \text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots (10)$$

dimana:

TVA : *Trading Volume Activity*;
EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
MODERAT1 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;
MODERAT2 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.SMTH;
BM : *Book to Market Ratio*;
SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan
 ε : *Error term*.

3.6.1.3. Perluasan uji konsep pengukuran

Pada perluasan uji konsep pengukuran ini dilakukan terhadap *proxy* yang digunakan dalam pengukuran persistensi laba dan pengukuran *cost of equity*. Perluasan uji pada pengukuran persistensi laba dimaksudkan untuk menguji *proxy* mana yang lebih tepat, apakah berbasis NIBE ataukah berbasis kualitas akrual. Sedangkan perluasan uji pada pengukuran *cost of equity* dimaksudkan untuk menguji *proxy* mana yang lebih tepat, apakah berbasis *dividend growth model* ataukah berbasis *price earnings growth model*. Perluasan uji konsep pengukuran tersebut disajikan berikut.

1. Uji konsep pengukuran persistensi laba

Sesuai dengan konsep pengukuran persistensi laba yang dibedakan ke dalam laba berbasis NIBE dan berbasis kualitas akrual, maka pada perluasan uji konsep ini menggunakan persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRSTAKRU). Perluasan pada model *pertama*, PRSTAKRU digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *dividend growth* (selanjutnya disebut sebagai model *alternatif 1*). Apabila pengujian pada model *alternatif 1* menghasilkan nilai *R-square* dan *F-hitung* lebih besar daripada model *utama* atau terjadi peningkatan R^2 (*incremental R²*), maka PRSTAKRU lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pengukuran persistensi laba; demikian sebaliknya.

Model regresi *alternatif 1* dirumuskan sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \text{COE.DIV} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTAKRU} + \beta_2\text{EAR.AGRS} + \beta_3\text{EAR.SMTH} \\ & + \beta_4\text{MODERAT1} + \beta_5\text{MODERAT2} + \beta_6\text{BM} \\ & + \beta_7\text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots \end{aligned} \quad (11)$$

dimana:

- COE.DIV : *Cost of Equity* berbasis *dividend growth model*;
- PRSTAKRU : *Earnings Persistence* berbasis kualitas akrual;
- EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
- EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
- MODERAT1 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;
- MODERAT2 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.SMTH;
- BM : *Book to Market Ratio*;
- SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan
- ε : *Error term*.

2. Uji konsep pengukuran *cost of equity*

Perluasan uji konsep berikutnya adalah menguji konsep pengukuran *cost of equity*. Sesuai dengan konsep *cost of equity* yang telah disajikan

sebelumnya dinyatakan bahwa *cost of equity* dapat diukur berdasarkan pendekatan *dividend growth model* dan *price earnings growth model*. Pada uji perluasan ini menggunakan model *interaksi* sebagaimana yang telah dilakukan pada model *utama* dan model *alternatif 1*.

Berdasarkan konsep pengukuran *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* dan model *interaksi* pada model *utama* dan *alternatif 1*; maka uji konsep pengukuran *cost of equity* akan diuji dengan menggunakan dua model. *Pertama*, model *interaksi* atas dasar persistensi berbasis NIBE yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* (selanjutnya disebut model *alternatif 2*). *Kedua*, model *interaksi* atas dasar persistensi laba berbasis kualitas akrual yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* (selanjutnya disebut model *alternatif 3*). Pemilihan model terbaik antara model *alternatif 2* dan *alternatif 3* didasarkan pada *incremental R²*. Apabila regresi pada model *alternatif 2* menghasilkan *R-square* lebih besar daripada hasil regresi pada model *alternatif 3*, maka persistensi laba berbasis NIBE lebih baik daripada berbasis kualitas akrual untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*; demikian sebaliknya.

Selanjutnya, untuk menentukan *proxy* mana yang lebih tepat untuk mengukur *cost of equity* (berbasis *dividend growth* ataukah berbasis *price earnings growth model*) dilakukan dengan cara membandingkan antara model terbaik berbasis *dividend growth* (pada model *utama vs alternatif 1*)

dengan model terbaik berbasis *price earnings growth* (pada model *alternatif 2 vs alternatif 3*). Apabila regresi pada model terbaik berbasis *dividend growth* menghasilkan *R-square* lebih besar daripada hasil regresi pada model terbaik berbasis *price earnings growth model*, maka *proxy dividend growth model* lebih tepat digunakan untuk mengukur *cost of equity*; demikian pula sebaliknya. Model regresi **alternatif 2** dan regresi **Alternatif 3** masing-masing dirumuskan sebagai berikut.

Model Alternatif 2

$$\begin{aligned} \text{COE.rPEG} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTNIBE} + \beta_2\text{EAR.AGRS} + \beta_3\text{EAR.SMTH} \\ & + \beta_4\text{MODERAT1} + \beta_5\text{MODERAT2} + \beta_6\text{BM} \\ & + \beta_7\text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots \end{aligned} \quad (12)$$

dimana:

- COE.rPEG : *Cost of Equity* berbasis *price earnings growth model*;
- PRSTNIBE : *Earnings Persistence* berbasis NIBE;
- EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
- EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
- MODERAT1 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;
- MODERAT2 : Interaksi PRSTNIBE*EAR.SMTH;
- BM : *Book to Market Ratio*;
- SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan
- ε : *Error term*.

Model Alternatif 3

$$\begin{aligned} \text{COE.rPEG} = & \alpha + \beta_1\text{PRSTAKRU} + \beta_2\text{EAR.AGRS} + \beta_3\text{EAR.SMTH} \\ & + \beta_4\text{MODERAT1} + \beta_5\text{MODERAT2} + \beta_6\text{BM} \\ & + \beta_7\text{SIZE} + \varepsilon \dots\dots\dots \end{aligned} \quad (13)$$

dimana:

- COE.rPEG : *Cost of Equity* berbasis *price earnings growth model*;
- PRSTAKRU : *Earnings Persistence* berbasis kualitas aktual;
- EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;
- EAR.SMTH : *Earnings Smoothing*;
- MODERAT1 : Interaksi PRSTAKRU*EAR.AGRS;
- MODERAT2 : Interaksi PRSTAKRU*EAR.SMTH;
- BM : *Book to Market Ratio*;
- SIZE : Besaran perusahaan diukur dari *log assets*; dan

ε : *Error term.*

3.6.2. 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):

$$t\text{-hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots (14)$$

Jika t -hitung $>$ t -tabel (α , $N-k-1$), maka H_0 ditolak;
Jika t -hitung $<$ t -tabel (α , $N-k-1$), maka H_0 diterima.

Keputusan menolak atau menerima nilai t -test juga dapat dilihat nilai signifikansi ($alpha$, α) dari *output SPSS-software* yang menyediakan fasilitas signifikansi ($sig.$). Apabila nilai $sig.$ lebih kecil sama dengan 5% ($sig. \leq 0,05$) maka hipotesis alternatif (H_i) diterima; artinya variabel independen (X_i) secara statistik signifikan mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel dependen (Y). Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini terdiri dari lima hipotesis pada model *pertama*, dan lima hipotesis pada model *kedua*, 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% ($\alpha \leq 0,05$), maka hipotesis dinyatakan diterima.