

**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

	<b>Halaman</b>
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 Akrua ( <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 3 .....	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

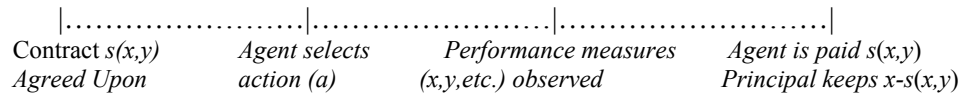
##### 2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

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**



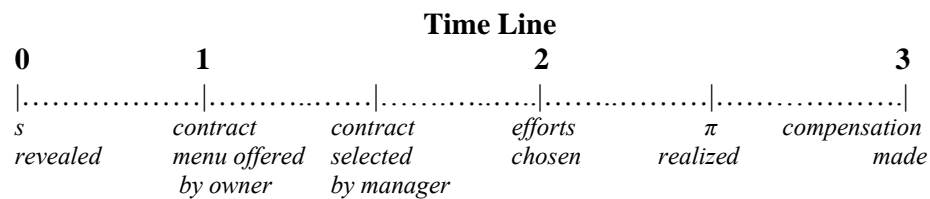
Pada gambar tersebut “*s*” merupakan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; “*y*” menunjukkan *vector* pengukuran kinerja berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (*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 ( $\pi$ ). *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 ( $\pi$ ) 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 ( $\pi$ ) 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 memaksimalkan 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<sub>t</sub> : Earnings Aggressiveness periode t;

$\Delta CA_t$  : Perubahan Current Assets (Current Asset<sub>t</sub> – Current Asset<sub>t-1</sub>);

$\Delta CL_t$  : Perubahan Current Liabilities (CL<sub>t</sub> – CL<sub>t-1</sub>);

$\Delta \text{Cash}_t$  : Perubahan Cash (Cash<sub>t</sub> – Cash<sub>t-1</sub>);

$\Delta \text{STD}_t$  : Perubahan Short Term Debt (STD<sub>t</sub> – STD<sub>t-1</sub>);

DEP<sub>t</sub> : Depresiasi dan Amortisasi periode t;

$\Delta TP_t$  : 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;  $\Delta I$ , perubahan laba (*income*); dan  $\Delta S$ , 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 ( $\geq 1$ ). 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):  $Earnings\ Smoothing\ (smoothness) = \sigma(NIBE/Asset_{t-1}) / \sigma(CFO/Asset_{t-1})$ . 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;

$\Delta CA$  : Perubahan Current Assets ( $Current Asset_t - Current Asset_{t-1}$ );

$\Delta CL$  : Perubahan Current Liabilities ( $CL_t - CL_{t-1}$ );

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

$\Delta STD$  : 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,  $M$
- $\sigma_M$  = standar deviasi return pada portofolio pasar;
- $\sigma_P$  = 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*,  $\beta$ ). 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 <sub>$i$</sub>
- $E(R_M)$  = *Expected rate of return* pada portofolio pasar
- $\beta_i$  = koefisien beta asset <sub>$i$</sub>

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<sub>i</sub>*
- $R_M$  = *return pasar (market index)*
- $\beta_i$  = *slope term*
- $\varepsilon_i$  = *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;*
- $\text{dps}_1$  = *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  $100 * [(\text{eps}_2 - \text{eps}_1)/$

eps<sub>1</sub>]. 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 P<sub>0</sub> 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):

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

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  $\Delta DAP$  dan  $\Delta PDI$ . 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 keaburan (*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: <i>CFO</i> , 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</i> , <i>receivable</i> , dan <i>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, $\Delta$ 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: $1/Assets, \Delta Revenue, PPE$	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, <math>\Delta AR</math>, <math>\Delta INV</math>, <math>\Delta AP</math>, 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, <math>\Delta AR</math>, <math>\Delta INV</math>, DEP, dan AMORT signifikan berpengaruh positif terhadap <i>discounted cash flows</i>; <math>\Delta AP</math> berpengaruh negatif.</p> <p>CF, <math>\Delta AR</math>, <math>\Delta INV</math>, dan AMORT signifikan berpengaruh positif terhadap <i>market value of equity</i>; <math>\Delta AP</math> dan DEP berpengaruh negatif.</p> <p><math>\Delta AR</math>, dan <math>\Delta INV</math> signifikan berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham; CF, <math>\Delta AP</math>, dan DEP berpengaruh negatif.</p>
Chan, Chan, Jegadeesh, Lakonishok (2001)	<p>Dependen: Stock Return</p> <p>Independen: Akrual = (<math>\Delta AR</math> + <math>\Delta INV</math> + <math>\Delta OCA</math>) – (<math>\Delta AP</math> + <math>\Delta OCL</math>)</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: <math>RNOA_{t+1}</math>, 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><math>RNOA_t</math> dan Q-Score secara statistik signifikan mempunyai kemampuan prediksi terhadap <math>RNOA_{t+1}</math>. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kualitas laba (<math>Q-Score - Q_{it}</math>) 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: <math>CFO_{t-1}</math>, <math>CFO_t</math>, <math>CFO_{t+1} + \varepsilon_t</math></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 <math>\Delta WC</math> (0,33), CFO dan <math>\Delta WC</math> (-0,41), dan <i>accruals</i> dan <math>\Delta WC</math> (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>; 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. 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). <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 <math>t</math> dan <math>t+3</math>, 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*.

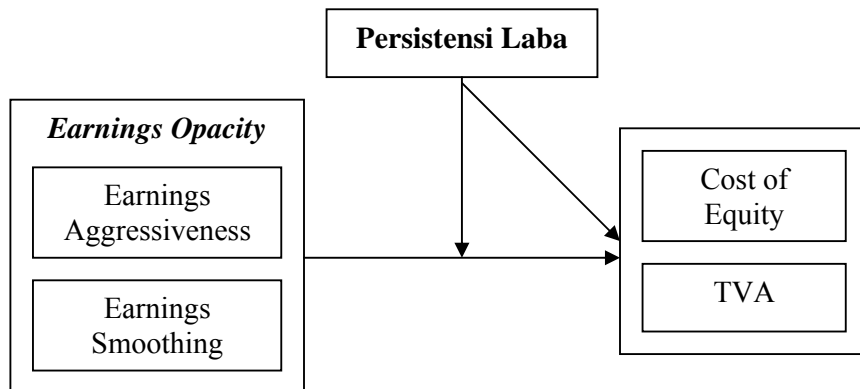
Penelitian ini juga menguji kembali mengenai beberapa hal berikut. *Pertama*, menguji *proxy* pengukuran persistensi laba dan *proxy cost of equity*. *Kedua*, menguji pengaruh *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity*; pengaruh *earnings smoothing* terhadap *cost of equity*; dan pengaruh persistensi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

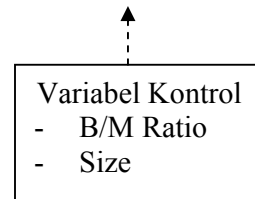
Berdasarkan teori keagenan (khususnya motivasi *signaling*) dan literatur-literatur pendukung lainnya, maka kerangka pemikiran teoritis (KPT) mengenai peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dengan *cost of equity* dan *trading volume activity* (TVA) dapat digambarkan pada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

**Gambar 2.3:**

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

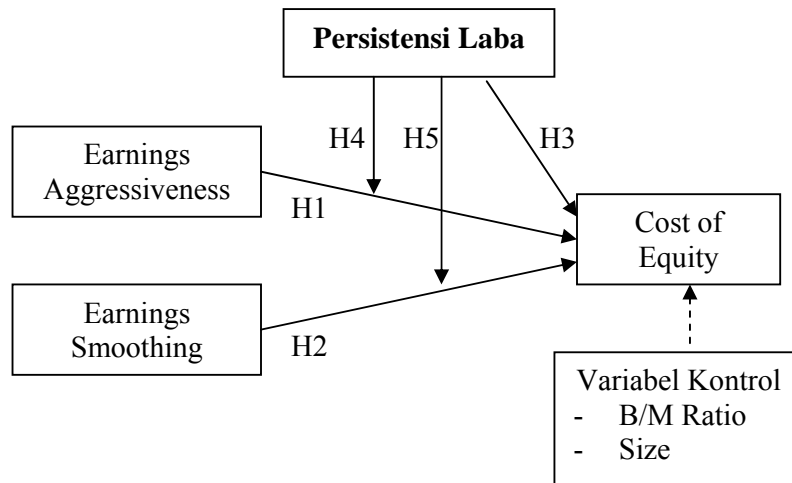


Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini



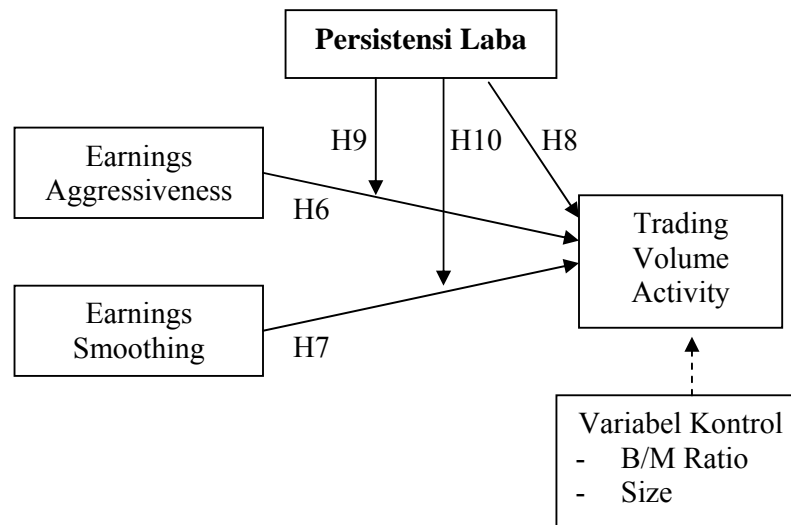
Berdasarkan Gambar 2.3 tersebut nampak bahwa variabel dependen terdiri dari dua variabel yaitu biaya ekuitas (*cost of equity*) dan aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity, TVA*). Dengan demikian Model Teoritikal Dasar tersebut dapat di-*breakdown* ke dalam dua Model Empiris seperti disajikan 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 keaburan 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 keaburan 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 ( $\epsilon$ ) 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"> <li>NIBE</li> <li>Kualitas Akrual (AKRU)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><math>NIBE_t / TA_t = \alpha + \beta NIBE_t / TA_{t-1} + \varepsilon</math></li> <li>AKRU: <math>\sigma(\hat{v}) =</math> standar deviasi dari estimasi residual pada <math>TCA_t / Asset_{t-1} = \alpha + \beta_1 CFO_t / Asset_{t-1} + \beta_2 CFO_t / Asset_t + \varepsilon</math></li> <li><math>CFO = NIBE - TA_{akrual}</math></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dechow dan Dichev (2002); Francis <i>et al.</i> (2004); Ecker <i>et al.</i> (2006)</li> </ul>
EARNINGS OPACITY	<ul style="list-style-type: none"> <li>Earnings aggressiveness (AGRS)</li> <li>Earnings smoothing (SMTH)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><math>AGRS = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta STD_t - DEP_t + \Delta TP_t) / TA_{t-1}</math></li> <li><math>SMTH = \sigma(NIBE / Asset_{t-1}) / \sigma(CFO / Asset_{t-1})</math></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bhattacharya <i>et al.</i> (2003).</li> <li>Francis <i>et al.</i> (2004)</li> </ul>

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

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
- $\varepsilon$  : *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
- $\varepsilon$  : *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 ( $\sigma_i^2$ ); 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

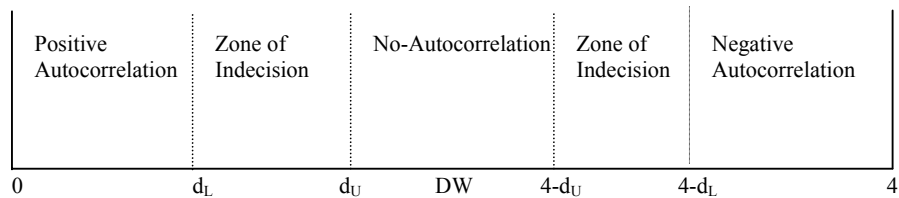
Pengujian asumsi ketiga dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah  $d_L$ ,  $d_U$ ,  $4 - d_L$ , dan  $4 - d_U$ .

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*,  $\alpha$ ) 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 R<sup>2</sup>)*, 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  
 $\varepsilon$  : *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  
 $\varepsilon$  : *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 R<sup>2</sup>*), 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
- $\varepsilon$  : *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 R<sup>2</sup>*. 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

$\varepsilon$  : *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 ( $\alpha$ ,  $N-k-1$ ), maka  $H_0$  ditolak;  
Jika  $t$ -hitung  $<$   $t$ -tabel ( $\alpha$ ,  $N-k-1$ ), maka  $H_0$  diterima.

Keputusan menolak atau menerima nilai  $t$ -test juga dapat dilihat nilai signifikansi ( $alpha$ ,  $\alpha$ ) 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.



## **BAB IV**

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

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

#### **4.1. Hasil Penelitian**

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

##### **4.1.1. Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif pada model *pertama*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi biaya modal (*cost of equity*) berbasis *dividend growth* (COE.DIV) adalah variabel-variabel: persistensi laba (EAR.PRST), *earnings aggressiveness* (EAR.AGRS), *earnings smoothing* (EAR.SMTH), rasio nilai buku terhadap nilai pasar (*book-to-market*, BM), besaran perusahaan (SIZE), interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1),

dan interaksi persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2). Pada tahap awal pengolahan, jumlah sampel adalah 94 observasi, terdiri dari perusahaan yang membagi dividen pada tahun 2005 dan 2006 masing-masing sejumlah 47 perusahaan. Namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, jumlah sampel mengalami penurunan menjadi 76 observasi. Statistik deskriptif terhadap 76 observasi disajikan pada Tabel 4.1 berikut.

**Tabel 4.1:**  
**Statistik Deskriptif Model Pertama**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Dependen:					
COE.DIV	76	0,000	0,347	0,082	0,061
Independen:					
EAR.PRST	76	0,000	0,053	0,004	0,007
EAR.AGRS	76	-0,551	0,220	-0,018	0,107
EAR.SMTH	76	0,054	33,883	1,840	4,641
BM	76	0,434	1,094	0,953	0,091
SIZE	76	2,901	6,007	4,295	0,620
MODERAT1	76	-0,002	0,005	0,000	0,001
MODERAT2	76	0,000	0,158	0,006	0,019

Sumber: Data diolah

Berdasarkan Tabel 4.1 nampak bahwa sampel penelitian (N) sejumlah 76 observasi. Jumlah sampel ini pada awalnya sejumlah 94 observasi, namun setelah dilihat normalitas *error* terdapat 18 observasi merupakan data *outliers*. Dengan demikian sampel terpilih adalah 81 persen dari total sampel awal (76/94). Pada model *pertama* tersebut, perhitungan biaya modal didasarkan pada pertumbuhan dividen (*cost of equity* berbasis *dividend growth model*).

Berdasarkan Tabel 4.1 tersebut menunjukkan bahwa variabel *earnings* (persistensi laba, *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, dan

pemoderasinya) memiliki nilai standar deviasi lebih besar daripada *mean*. Ini berarti data yang berhubungan dengan variabel *earnings* sangat bervariasi. Hal ini disebabkan antara lain oleh faktor kondisi perolehan laba yang dihasilkan oleh perusahaan sampel sangat fluktuatif.

Pada variabel persistensi laba didapat nilai minimum sebesar 0,000 dan nilai maksimum 0,053 dengan standar deviasi sebesar 0,007 (lebih besar daripada *mean* sebesar 0,004). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel mempunyai persistensi laba berbasis NIBE yang berfluktuasi. Namun demikian, secara rata-rata NIBE mengandung laba yang persisten; dimana nilai *mean* relatif kecil. Pada variabel *earnings aggressiveness* menghasilkan nilai minimum sebesar -0,551 dan nilai maksimum 0,220 dengan standar deviasi 0,107 (lebih besar daripada nilai *mean* sebesar -0,018). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel mengalami penurunan laba yang disebabkan oleh kebijakan akrual. Pada variabel *earnings smoothing* mempunyai nilai minimum sebesar 0,054 dan nilai maksimum sebesar 33,883 dengan standar deviasi sebesar 4,641 (lebih besar daripada *mean* sebesar 1,840). Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menghasilkan laba tidak *smooth*. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa laba perusahaan sampel sangat fluktuatif dan mengandung makna bahwa laporan laba mengarah pada keaburan laba (*earnings opacity*).

Fenomena tersebut membawa implikasi bahwa laporan laba perusahaan mengandung keaburan laba yang disebabkan oleh keagresifan dan perataan

laba (*earnings aggressiveness* dan *smoothing*). Sementara, persistensi laba yang diproxy dengan standar deviasi *residual* NIBE mempunyai nilai *mean* relatif kecil (sebesar 0,004). Nilai ini mengindikasikan bahwa laba berbasis NIBE mempunyai kualitas tinggi, dan mampu berperan sebagai pemoderasi terhadap *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *mean* pada MODERAT1 dan MODERAT2 masing-masing sebesar 0,000 dan 0,006. Fenomena ini mempunyai implikasi bahwa secara rata-rata perusahaan sampel melakukan kebijakan yang mengarah pada kekaburan laba; namun tetap mempertimbangkan kualitas laba yang dicerminkan oleh persistensi laba berbasis NIBE.

Selanjutnya, rincian perhitungan *cost of equity* berbasis *dividend growth* yang digunakan untuk analisis pada *model pertama* disajikan pada lampiran 2. Berdasarkan lampiran 2 nampak bahwa pada tahun 2004-2005 secara rata-rata pertumbuhan dividen sebesar 37,74% dan *cost of equity* sebesar 12,24%; sedangkan pada tahun 2005-2006 masing-masing sebesar 23,23% dan 15,34%. Pada *model pertama* ini juga menggunakan perhitungan *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Rincian perhitungan *cost of equity* berbasis *price earnings growth* disajikan pada lampiran 3. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran 3 menunjukkan bahwa pada tahun 2004-2005 pertumbuhan *price earnings ratio* sebesar 6,48% dan *cost of equity* sebesar 12,76%; sedangkan pada tahun 2005-2006 masing-masing sebesar 13,55% dan 16,60%.

Sedangkan rincian mengenai perhitungan variabel-variabel independen pada model *pertama* disajikan pada lampiran-lampiran berikut. Pada lampiran 4, 5 dan 6 masing-masing menyajikan perhitungan persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan *earnings smoothing*. Rincian perhitungan variabel kontrol *book-to-market (B/M) ratio* dan *SIZE* disajikan pada lampiran 7.

Pada lampiran 4 menunjukkan bahwa pada tahun 2004-2005 persistensi laba berbasis NIBE untuk  $NIBE_t/TA_{t-1}$  dan standar deviasi residual sebesar 0,0999 dan 0,0035; sedangkan pada tahun 2005-2006  $NIBE_t/TA_{t-1}$  sebesar 0,0943 dengan standar deviasi residual sebesar 0,0043. Sementara persistensi laba berbasis kualitas akrual menunjukkan bahwa pada tahun 2004-2005 untuk  $TCA_t/TA_{t-1}$  dan standar deviasi residual sebesar 0,0399 dan 0,0257; sedangkan pada tahun 2005-2006 untuk  $TCA_t/TA_{t-1}$  sebesar 0,0308 dengan standar deviasi residual sebesar 0,0221.

Pada lampiran 5 menunjukkan bahwa tahun 2005 rata-rata total akrual dan total asset sebesar -169.990 juta dan 4.409.908 juta rupiah dengan rasio *earnings aggressiveness* sebesar -0,0203; sedangkan pada tahun 2006 rata-rata total akrual dan total asset sebesar 66.264 juta dan 5.495.471 juta rupiah dengan rasio *earnings aggressiveness* sebesar -0,0045. Selanjutnya, pada lampiran 6 menunjukkan bahwa pada tahun 2005 rata-rata standar deviasi NIBE dan *cash from operation (CFO)* sebesar 0,0335 dan 0,0619 dengan *earnings smoothing* sebesar 1,1841; sedangkan pada tahun 2006 rata-rata standar deviasi NIBE dan CFO sebesar 0,0366 dan 0,0543 dengan *earnings smoothing* sebesar 2,2903.

Statistik deskriptif pada *model kedua*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity* disajikan pada Tabel 4.2 berikut.

**Tabel 4.2:**  
**Statistik Deskriptif Model Kedua**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Dependen:					
AVG.TVA	88	0,393	0,668	0,516	0,055
Independen:					
EAR.PRST	88	0,000	0,044	0,007	0,006
EAR.AGRS	88	-0,451	0,405	-0,022	0,130
EAR.SMTH	88	0,003	32,656	2,018	4,900
BM	88	0,751	1,277	0,939	0,081
SIZE	88	2,906	5,953	4,438	7,496
MODERAT1	88	-0,003	0,005	-0,000	0,001
MODERAT2	88	0,000	0,462	0,014	0,051

Sumber: Data diolah

Berdasarkan Tabel 4.2 tersebut menunjukkan bahwa jumlah sampel penelitian (N) sejumlah 88 observasi. Jumlah sampel ini pada awalnya adalah 109 observasi, terdiri dari jumlah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan pada tahun 2006 dan 2007 masing-masing 49 dan 60 perusahaan. Namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, jumlah sampel berkurang menjadi 88 observasi, karena terdapat 21 observasi yang datanya *outliers*. Dengan demikian sampel terpilih adalah 81 persen dari total sampel awal (88/109).

Pada Tabel 4.2 juga menunjukkan bahwa variabel *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* masing-masing mempunyai nilai standar deviasi lebih besar daripada nilai *mean* (0,130 dan 4,900 lebih besar daripada -0,022 dan 2,018). Fenomena tersebut mengindikasikan bahwa laba

yang dicerminkan oleh *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* mengandung keaburan laba. Namun, laba yang terkandung dalam NIBE menunjukkan laba yang persisten; dimana nilai *mean* relatif kecil (0,007). Fenomena ini membawa implikasi bahwa perusahaan menggunakan kebijakan akrual melalui *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* yang berdampak pada keaburan laba. Pada satu sisi, perusahaan juga menggunakan NIBE sebagai sinyal persistensi laba.

Rincian perhitungan *trading volume activity* (TVA) harian yang meliputi TVA 1-hari sampai dengan 9-hari sejak tanggal publikasi laporan, dan TVA rata-rata selama 9-hari (Avg.TVA) disajikan pada lampiran 8. Sedangkan rincian perhitungan variabel-variabel independen (EAR.PRST, EAR.AGRS, dan EAR.SMTH) disajikan pada lampiran 9 dan 10. Sementara, rincian perhitungan variabel kontrol (B/M dan SIZE) disajikan pada lampiran 11.

#### **4.1.2. Hasil Pengujian Spesifikasi Model dan Kekuatan Model**

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

#### 4.1.2.1. Hasil Pengujian Model *Pertama*

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

##### 4.1.2.1.1. Hasil Uji Model *Quasi Moderator* berbasis Regresi Interaksi

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

#### 1. Hasil Uji Asumsi Klasik

##### a. Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Hasil pengujian normalitas *error* disajikan pada Tabel 4.1 berikut.

**Tabel 4.1**

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

Statistics		
RESIDUAL		
N	Valid	76
	Missing	0
Skewness		.402
Std. Error of Skewness		.276
Kurtosis		-1.008
Std. Error of Kurtosis		.545

Sumber: Data diolah; Statistik-frekuensi



Berdasarkan Tabel 4.1 nampak bahwa pengujian normalitas *error* menghasilkan rasio *skewness* sebesar 1,457 ( $=0,402/0,276$ ). Rasio ini telah memenuhi standar normalitas yang disyaratkan pada level 5%.

**b. Uji Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi**

Hasil uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi pada *model pertama – regresi interaksi* disajikan pada Tabel 4.2. Berdasarkan Tabel 4.2 menunjukkan bahwa tujuh variabel independen menghasilkan nilai VIF kurang dari 10 ( $VIF < 10$ ). Nilai VIF dari masing-masing variabel independen dapat dijelaskan berikut.

**Tabel 4.2**

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

Variabel	VIF	Heteroskedastisitas	Autokorelasi	Keterangan
EAR.PRST	1,291	$t -1,284; sig. 0,203$	$DW = 2,029$	'n 76
EAR.AGRS	1,950	$t 0,886; sig. 0,379$	$DW = 2,029$	'k 7
EAR.SMTH	7,968	$t 0,572; sig. 0,568$	$DW = 2,029$	$d_L 1,433$
BM	1,922	$t -1,084; sig. 0,282$	$DW = 2,029$	$d_U 1,834$
SIZE	1,303	$t 0,541; sig. 0,590$	$DW = 2,029$	$4 - d_U 2,166$
MODERAT1	2,868	$t -0,171; sig. 0,865$	$DW = 2,029$	$1,834 < 2,029 < 2,166$
MODERAT2	7,890	$t -0,748; sig. 0,457$	$DW = 2,029$	<i>No-autocorrelation</i>

Sumber: Data diolah; Ouput regression

Persistensi laba (PRST.NIBE) mempunyai nilai VIF sebesar 1,291. Keagresifan laba (*earnings aggressiveness* – EAR.AGRS) mempunyai nilai VIF sebesar 1,950; dan perataan laba (*earnings smoothing* – EAR.SMTH) sebesar 7,968. Variabel kontrol yaitu variabel rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar (*book to market ratio* – B/M)

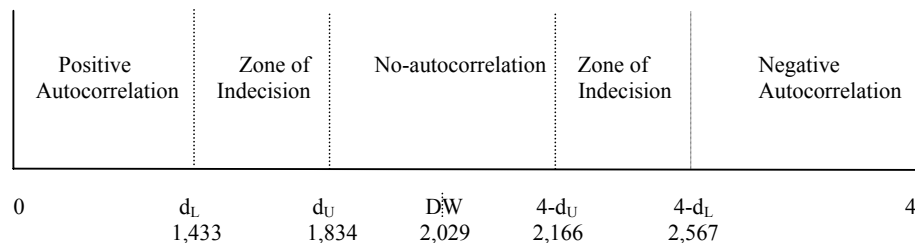
mempunyai nilai VIF sebesar 1,922; dan variabel besaran perusahaan (SIZE) nilai VIF sebesar 1,303. Variabel moderating yang terdiri dari variabel MODERAT1 (EAR.PRST\*EAR.AGRS), dan MODERAT2 (EAR.PRST\*EAR.SMTH) masing-masing mempunyai nilai VIF sebesar 2,868 dan 7,890. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa tujuh variabel yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolinearitas.

Selanjutnya, hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa tak satupun variabel independen dalam model regresi secara statistik signifikan berhubungan dengan residual. Ke-tujuh variabel independen yang dimasukkan ke dalam model menunjukkan angka signifikansi lebih besar daripada level 0,05 ( $\alpha > 0,05$ ). Hasil uji heteroskedastisitas pada variabel *earnings persistence* (EAR.PRST) menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,203; dimana angka ini lebih besar daripada 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa *earnings persistence* tidak berhubungan dengan residual. Demikian pula variabel-variabel yang lain, seperti EAR.AGRS (*sig.* 0,379), EAR.SMTH (*sig.* 0,568), BM (*sig.* 0,282), SIZE (*sig.* 0,590), MODERAT1 (*sig.* 0, 865), dan MODERAT2 (*sig.* 0,457). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tujuh variabel yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

Hasil pengujian asumsi klasik berikutnya adalah autokorelasi. Berdasarkan Tabel 4.2 tersebut menunjukkan bahwa angka Durbin-Watson sebesar 2,029. Besaran angka *DW-test* tersebut termasuk pada area

*no-autocorrelation* yaitu terletak antara  $d_U$  dan  $4-d_U$ . Secara rinci hasil pengujian tersebut dapat dikonfirmasi dengan *Durbin-Watson d Statistic* sebagai berikut (Gujarati, 2003). Pada jumlah sampel ( $n$ ) 76 dan tujuh variabel independen ( $k=7$ ) besaran  $d_L = 1,433$ ; dan  $d_U = 1,834$ ; sehingga  $4-d_L = 2,567$  dan  $4-d_U = 2,166$ . Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi ( $1,834 < 2,029 < 2,166$ ). Posisi angka Durbin-Watson dapat digambarkan pada Gambar 4.1 berikut:

**Gambar 4.1**  
**Hasil Uji Posisi Angka Durbin Watson**



## 2. Uji Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu melihat nilai *R-square* dan signifikansi *F*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *R-square* sebesar 0,528 dan  $F = 10,887$  (*sig.* 0,000). Hasil pengujian model regresi disajikan pada Tabel 4.3. Berdasarkan Tabel 4.3 tersebut dapat disimpulkan bahwa model yang diusulkan sesuai dengan bukti empiris (memenuhi *goodness of fit*) pada level signifikansi kurang dari 1% (0,000). Variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan

*cost of equity* sebesar 52,8 persen (seperti ditunjukkan oleh  $R^2 = 0,528$ ); sedangkan sisanya 47,2% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model regresi.

**Tabel 4.3**

**Hasil Regresi *Quasi Moderator*:** Persistensi NIBE, Aggressiveness, Smoothing, BM, SIZE, MODERAT1 dan MODERAT2 pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>						
	NIBE	AGRS	SMTH	BM	SIZE	MOD.1	MOD.2
Koefisien	0,523	0,521	0,620	-0,361	0,186	-0,636	-0,506
t-hitung	5,530	4,477	2,639	-3,128	1,956	-4,513	-2,162
Signifikansi	0,000**	0,000**	0,010**	0,003**	0,055	0,000**	0,034*
<i>R-square</i>	= 0,528						
<i>F-hitung</i>	= 10,887						
Signifikansi	= 0,000**						

Sumber: Data diolah, output regresi

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

\* : signifikan pada level 5%

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

Secara rinci dampak pemoderasi persistensi laba (*earnings persistence*) terhadap hubungan antara keaburan laba (*earnings opacity*)

dan biaya ekuitas (*cost of equity*) dapat dijelaskan berikut. *Pertama*, *earnings persistence* berperan memoderasi (khususnya memperlemah) hubungan antara *earnings aggressiveness* (MODERAT1) dan *cost of equity* sebesar 0,636. Secara statistik, dampak pemoderasian ini sangat signifikan pada level kurang dari 1% (*t-statistic* -4,513; *sig.* 0,000). *Kedua*, *earnings persistence* juga berperan memoderasi (khususnya memperlemah) hubungan keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings smoothing* (MODERAT2) terhadap *cost of equity* sebesar 0,506. Secara statistik dampak pemoderasian ini signifikan pada level kurang dari 5% (*t-statistic* -2,162; *sig.* 0,034).

Variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model regresi menunjukkan bahwa variabel *book-to-market* (BM) terbukti signifikan pada level 1% ( $t = -3,128$ ; *sig.* 0,003) dengan koefisien regresi sebesar -0,361. Sedangkan besaran perusahaan (SIZE) diukur dari aktiva (*assets*) secara marjinal berpengaruh positif terhadap *cost of equity* pada level kurang dari 10% ( $t = 1,956$ ; *sig.* 0,055) dengan koefisien regresi 0,186.

#### **4.1.2.1.2. Hasil Uji Model *Pure Moderator***

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

bahwa pada *quasi moderator*, variabel moderator dan interaksinya dengan prediktor secara statistik harus signifikan. Pada *pure moderator*, variabel moderator harus tidak signifikan; sedangkan variabel interaksi antara moderator dan prediktor harus signifikan.

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

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

Variabel Independen:

- (1) Persistensi laba berbasis NIBE (PRST.NIBE)
- (2) Interaksi *NIBE* dan *Earn. Aggressiveness* (MODERAT1)
- (3) Interaksi *NIBE* dan *Earnings Smoothing* (MODERAT2)
- (4) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio (BM)*
- (5) Variabel Kontrol – *log assets* (SIZEASET)

Hasil regresi pada uji model *pure moderator* disajikan pada Tabel 4.4 berikut.

**Tabel 4.4**

**Hasil Regresi *Pure Moderator*:** Persistensi NIBE, MODERAT1, MODERAT2, BM, dan SIZE, pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>				
	NIBE	MOD.1	MOD.2	BM	SIZE
Koefisien	0,435	-0,225	0,054	-0,211	0,252
t-hitung	4,139	-1,890	0,563	-1,679	2,358
Signifikansi	0,000**	0,063	0,575	0,098	0,021*
<i>R-square</i>	= 0,362				
<i>F-hitung</i>	= 7,945				
Signifikansi	= 0,000**				

Sumber: Data diolah, output regresi

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

\*: signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.4 tersebut dapat disimpulkan bahwa model yang diusulkan memenuhi *goodness of fit* pada level signifikansi kurang dari 1% (0,000). Variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan *cost of equity* sebesar 36,2 persen (seperti ditunjukkan oleh  $R^2 = 0,362$ ); sedangkan sisanya 63,8% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model regresi.

Berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.4 juga menunjukkan bahwa variabel moderator (NIBE) secara statistik signifikan pada level kurang dari 1% (0,000); sedangkan variabel interaksi (MOD.1 dan MOD.2) secara statistik tidak signifikan. Hasil uji ini mengindikasikan bahwa NIBE bukan variabel *pure moderator*.

#### **4.1.2.2. Kriteria Pemilihan Model Pertama**

Berdasarkan hasil pengujian pada model *pertama*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* menunjukkan bahwa variabel pemoderasi (persistensi laba berbasis NIBE) lebih tepat sebagai *quasi moderator* daripada sebagai *pure moderator*. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE membawa keinformasian laba yang lebih (*more informativeness of earnings*) yang terkandung dalam *cost of equity*. Perbandingan hasil uji model regresi *quasi* dan *pure moderator* disajikan pada Tabel 4.5 berikut.

**Tabel 4.5**

**Perbandingan Hasil Uji Model Regresi  
Quasi dan Pure Moderator**

Uraian	Koefisien	
	<i>Quasi Moderator</i>	<i>Pure Moderator</i>
<i>Predictors</i>		
PRST.NIBE (t-hitung) (sig.)	0,523 (5,530) (0,000)**	0,435 (4,139) (0,000)**
EAR.AGRS (t-hitung) (sig.)	0,521 (4,477) (0,000)**	
EAR.SMTH (t-hitung) (sig.)	0,620 (2,639) (0,010)**	
BM (t-hitung) (sig.)	-0,361 (-3,128) (0,003)**	-0,211 (-1,679) (0,098)
SIZE (t-hitung) (sig.)	0,186 (1,956) (0,055)	0,252 (2,358) (0,021)*
MODERAT1 (t-hitung) (sig.)	-0,636 (-4,513) (0,000)**	-0,225 (-1,890) (0,063)
MODERAT2 (t-hitung) (sig.)	-0,506 (-2,162) (0,034)*	0,054 (0,563) (0,575)
<i>R Square</i>	0,528	0,362
F-hitung	(10,887)	(7,945)
Sig. F	(0,000)**	(0,000)**

Sumber: Data diolah, output regresi

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

\* : signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.5 tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* secara parsial signifikan pada level 1% dan 5%; kecuali



variabel SIZE secara marjinal signifikan pada level 10%. Variabel *moderating* (MODERAT1 dan MODERAT2) secara statistik juga signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity*, masing-masing pada level 1% (0,000) dan level 5% (0,034). Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa variabel persistensi laba berbasis NIBE berperan memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* terhadap *cost of equity*.

#### **4.1.2.3. Perluasan Uji Model**

Setelah dipastikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE diketahui sebagai *quasi moderator*, maka langkah selanjutnya adalah memperluas uji model (*extended test*). Perluasan uji model ini dimaksudkan untuk menguji kekuatan model (*robustness test*) regresi interaksi dibandingkan dengan model regresi kontekstual. Perluasan uji model ini juga didasarkan pada pertimbangan bahwa penelitian sebelumnya membedakan *moderating* menjadi dua model yaitu model kontekstual dan model interaksi (Cheng *et al.*, 1996). Sutopo (2001) mengacu pada Cheng menggunakan model kontekstual; sedangkan Tucker dan Zarowin (2006) menggunakan model interaksi.

Pada penelitian ini dilakukan dengan membandingkan antara hasil uji model kontekstual dan uji model interaksi. Apabila hasil uji interaksi yang telah dilakukan di muka terbukti secara *incremental* menghasilkan  $R^2$  lebih besar daripada hasil uji model kontekstual, maka model interaksi

adalah model yang kuat (*robust*) daripada model kontekstual; demikian sebaliknya. Perluasan uji model regresi kontekstual disajikan berikut.

Pada uji model kontekstual, variabel pemoderasi tidak dimasukkan ke dalam model regresi. Dengan demikian variabel dalam model regresi adalah sebagai berikut.

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

Variabel Independen:

- (1) *Earnings Aggressiveness* (EAR.AGRS)
- (2) *Earnings Smoothing* (EAR.SMTH)
- (3) Pemoderasi *NIBE* terhadap *Earn. Aggressiveness* (MODERAT1)
- (4) Pemoderasi *NIBE* terhadap *Earnings Smoothing* (MODERAT2)
- (5) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio* (BM)
- (6) Variabel Kontrol – *log assets* (SIZEASET)

Hasil pengujian model kontekstual disajikan pada Tabel 4.6. Berdasarkan Tabel 4.6 menunjukkan bahwa model regresi memenuhi *goodness of fit* ( $F_{hitung} = 5,323$ ;  $sig. 0,000$ ) dan  $R^2$  sebesar 0,316.

**Tabel 4.6**

**Hasil Regresi Kontekstual:** *Earnings Aggressiveness*, *Earnings Smoothing*, *BM*, *SIZE*, *MODERAT1* dan *MODERAT2* pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Uraian	Koefisien					
	AGRS	SMTH	BM	SIZE	MOD.1	MOD.2
Koefisien	0,499	0,319	-0,470	0,194	-0,476	-0,188
t-hitung	3,253	1,166	-3,457	1,712	-2,887	-0,692
Signifikansi	0,002**	0,248	0,001**	0,091	0,005**	0,491
<i>R-square</i>	= 0,316					
<i>F-hitung</i>	= 5,323					
Signifikansi	= 0,000**					

Sumber: Data diolah, output regresi

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

\* : signifikan pada level 5%

Berdasarkan hasil uji model *kontekstual* tersebut menunjukkan hasil  $R^2$  yang lebih kecil daripada  $R^2$  pada model *interaksi* ( $R^2 = 0,316 < 0,528$ ). Berdasarkan Tabel 4.6 tersebut menunjukkan bahwa model *interaksi* lebih kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Pada model *kontekstual*, terjadi penurunan  $R^2$  sebesar -0,212 daripada model *interaksi*. Variabel *moderating* pada model *interaksi* mempunyai koefisien regresi lebih besar daripada model *kontekstual*; baik untuk MODERAT1 maupun MODERAT2. Variabel *moderating* pada model *interaksi* secara statistik signifikan pada level 1% dan 5%, masing-masing untuk MODERAT1 dan MODERAT2. Sedangkan pada model *kontekstual*, variabel *moderating* untuk MODERAT2 secara statistik tidak signifikan.

#### **4.1.2.4. Pengujian Konsep Pengukuran Persistensi Laba**

Perluasan uji model selanjutnya adalah menguji konsep pengukuran persistensi laba. Pada penelitian ini, uji model dilakukan dengan membandingkan antara NIBE dan kualitas akrual sebagai *proxy* persistensi laba. Apabila persistensi laba berbasis NIBE menghasilkan  $R^2$  lebih besar daripada persistensi laba berbasis kualitas akrual, maka NIBE lebih *robust* sebagai *proxy* persistensi laba. Selanjutnya, model regresi persistensi laba berbasis NIBE disebut sebagai model *utama*; dan persistensi laba berbasis kualitas akrual selanjutnya disebut sebagai model *alternatif*. Pengujian konsep pengukuran persistensi laba didasarkan pada regresi interaksi model *quasi moderator* seperti disajikan berikut.

Pengujian model *alternatif* didasarkan pada *quasi moderator* dengan menggunakan variabel-variabel seperti sajian sebagai berikut.

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

Variabel Independen:

- (1) *Earnings Persistence* berbasis **Kualitas Akrua**l (PRSTAKRU)
- (2) *Earnings Aggressiveness* (EAR.AGRS)
- (3) *Earnings Smoothing* (EAR.SMTH)
- (4) Interaksi PRSTAKRU\*EAR.AGRS (MODERAT1)
- (5) Interaksi PRSTAKRU\*EAR.SMTH (MODERAT2)
- (6) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio (BM)*
- (7) Variabel Kontrol – *log assets* (SIZEASET)

Tahap pengujian analisis regresi meliputi uji asumsi klasik dan uji model disajikan berikut.

a. Uji Asumsi Klasik

Tahap uji asumsi klasik yang pertama adalah uji normalitas *error* (residual) terhadap 76 observasi. Hasil uji normalitas *error* disajikan pada Tabel 4.7 berikut.

**Tabel 4.7**

**Hasil Uji Normalitas Error Model Alternatif Regresi *Interaksi***

**Statistics**

RESIDUAL		
N	Valid	76
	Missing	0
Skewness		3.307
Std. Error of Skewness		.276
Kurtosis		17.700
Std. Error of Kurtosis		.545

Sumber: Data diolah; Statistik-frekuensi

Berdasarkan Tabel 4.7 nampak bahwa pengujian normalitas *error* menghasilkan rasio *skewness* sebesar 12,210 (3,307/0,276). Rasio ini tidak

memenuhi standar normalitas pada level 5%. Namun demikian nilai kurtosis masih lebih kecil daripada 30 ( $17,700 < 30$ ), sehingga distribusi *error* dapat dinyatakan normal.

Uji asumsi klasik selanjutnya adalah uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi disajikan pada Tabel 4.8. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.8 tersebut menunjukkan bahwa hasil uji telah memenuhi asumsi klasik yang disyaratkan oleh *ordinary least square* (OLS). Dengan demikian dinyatakan bahwa model regresi bebas dari gejala multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

**Tabel 4.8**

**Hasil Uji Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, Autokorelasi Model Alternatif Regresi *Interaksi***

Variabel	VIF	Heteroskedastisitas	Autokorelasi	Keterangan
PRSTAKRU	1,552	$t -1,847; sig. 0,069$	$DW = 2,105$	'n 76
EAR.AGRS	4,642	$t 0,636; sig. 0,527$	$DW = 2,105$	'k 7
EAR.SMTH	8,465	$t -0,813; sig. 0,419$	$DW = 2,105$	$d_L 1,433$
BM	1,251	$t -1,259; sig. 0,212$	$DW = 2,105$	$d_U 1,834$
SIZE	1,140	$t 0,360 sig. 0,720$	$DW = 2,105$	$4 - d_U 2,166$
MODERAT1	4,448	$t -0,114; sig. 0,910$	$DW = 2,105$	$1,834 < 2,105 < 2,166$
MODERAT2	8,411	$t 0,549; sig. 0,585$	$DW = 2,105$	<i>No-autocorrelation</i>

Sumber: Data diolah; Ouput regression

b. Uji Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) didasarkan pada nilai *R-square* dan signifikansi *F*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *R-square* sebesar 0,295 dan nilai *F* sebesar 4,063 (*sig.* 0,001). Hasil pengujian model alternatif regresi interaksi disajikan pada Tabel 4.9.

**Tabel 4.9**

**Hasil Regresi *Interaksi*:** Persistensi Kualitas Akrual, Aggressiveness, Smoothing, BM, SIZE, MODERAT1, dan MODERAT2 pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>						
Dependen: COE.DIV	PRST.AKRU	AGRS	SMTH	BM	SIZE	MOD.1	MOD.2
Koefisien	0,018	0,210	-0,407	-0,185	0,319	-0,024	0,605
t-hitung	0,142	0,956	-1,373	-1,627	2,934	-0,112	2,048
Signifikansi	0,887	0,342	0,174	0,108	0,005**	0,911	0,044*
<i>R-square</i>	= 0,295						
<i>F-hitung</i>	= 4,063						
Signifikansi	= 0,001**						

Sumber : Data diolah, output regresi

Keterangan: \*\* = signifikan pada level 1%

\* = signifikan pada level 5%

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.9 tersebut menunjukkan bahwa secara parsial variabel persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRST.AKRU), *earnings aggressiveness* (EAR.AGRS), dan *earnings smoothing* (EAR.SMTH) tidak signifikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Demikian pula variabel *book-to-market ratio* (BM) dan MODERAT1. Dari tujuh variabel yang dimasukkan ke dalam model, hanya dua variabel yang secara statistik signifikan yaitu SIZE dan MODERAT2, masing-masing signifikan pada level 1% dan 5% ( $\alpha$  0,005 dan 0,044). Koefisien pada MODERAT2 menghasilkan uji tanda positif mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis kualitas akrual memperkuat hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

Sementara koefisien pada MODERAT1 menghasilkan tanda negatif; namun secara statistik tidak signifikan. Hasil uji tanda ini sesuai dengan

prediksi yaitu memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Namun pemoderasian yang tidak berarti tersebut mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis kualitas akrual tidak mampu menurunkan keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa persistensi laba berbasis kualitas akrual tidak dapat dianggap sebagai variabel pemoderasi hubungan antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth*.

Berdasarkan hasil pengujian pada model *alternatif* tersebut dapat dinyatakan bahwa model *utama* lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *alternatif*. Hal ini ditunjukkan dengan besarnya  $R^2$  dan *F-hitung* pada model *utama* lebih besar daripada model *alternatif* ( $R^2 = 0,528 > 0,295$ ; dan  $F\text{-hitung} = 10,887 > 4,063$ ). Hasil ini mengindikasikan bahwa NIBE lebih tepat digunakan sebagai *proxy* persistensi laba daripada berbasis kualitas akrual.

#### **4.1.2.5. Ringkasan Kriteria Pemilihan Model Pertama**

Berdasarkan hasil pengujian pada tiga model di atas dapat dinyatakan bahwa pada model *utama-interaksi* lebih baik atau lebih kuat (*robust*) daripada model *kontekstual* dan model *alternatif*. Hasil pengujian tersebut dapat diringkas pada Tabel 4.10 berikut.

**Tabel 4.10**

**Perbandingan Hasil Pengujian  
Model Utama, Kontekstual, dan Alternatif**

Uraian <i>Predictors</i>	Koefisien		
	Model Utama	Kontekstual	Model Alternatif
EAR.PRST	0,523		0,018
(t-hitung)	(5,530)		(0,142)
(sig.)	(0,000)**		(0,887)
EAR.AGRS	0,521	0,499	0,210
(t-hitung)	(4,477)	(3,253)	(0,956)
(sig.)	(0,000)**	(0,002)**	(0,342)
EAR.SMTH	0,620	0,319	-0,407
(t-hitung)	(2,639)	(1,166)	(-1,373)
(sig.)	(0,010)**	(0,248)	(0,174)
BM	-0,361	-0,470	-0,185
(t-hitung)	(-3,128)	(-3,457)	(-1,627)
(sig.)	(0,003)**	(0,001)**	(0,108)
SIZE	0,186	0,194	0,319
(t-hitung)	(1,956)	(1,712)	(2,934)
(sig.)	(0,055)	(0,091)	(0,005)**
MODERAT1	-0,636	-0,476	-0,024
(t-hitung)	(-4,513)	(-2,887)	(-0,112)
(sig.)	(0,000)**	(0,005)**	(0,911)
MODERAT2	-0,506	-0,188	0,605
(t-hitung)	(-2,162)	(-0,692)	(2,048)
(sig.)	(0,034)*	(0,491)	(0,044)*
<i>R Square</i>	0,528	0,316	0,295
<i>Increment. R<sup>2</sup></i>		-0,212	-0,233
F-hitung	(10,887)	(5,323)	(4,063)
Sig. F	(0,000)**	(0,000)**	(0,001)**

Sumber: Data diolah, output regresi

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

\* : signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.10 tersebut nampak bahwa pada model *utama* (model *quasi moderator* berbasis regresi interaksi) mempunyai nilai  $R^2$  terbesar daripada model kontekstual dan model alternatif. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa pemoderasian persistensi laba berbasis NIBE lebih tepat digunakan sebagai variabel pemoderasi (khususnya sebagai



*quasi moderator*) terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, dan hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*; dan berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

Sesuai dengan konsep *moderating*, hasil penelitian ini sesuai dengan model *interaksi*, khususnya model *quasi moderator*. Hasil pengujian ini juga didukung oleh penelitian sebelumnya, seperti Tucker dan Zarowin (2006) dimana model *interaksi* terbukti lebih baik atau lebih kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Hasil penelitian ini memberikan sumbangan mengenai model prediksi terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth*.

Berdasarkan konsep pengukuran persistensi laba, hasil penelitian ini juga didukung oleh konsep persistensi laba yang di-*proxy* dengan *net income before extraordinary items* (NIBE). Pengukuran persistensi laba berbasis NIBE terbukti lebih *robust* daripada persistensi laba berbasis kualitas akrual; khususnya untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi teoritis, khususnya konsep pengukuran persistensi laba.

#### **4.1.2.6. Pengujian Pengukuran *Cost of Equity***

Perluasan uji selanjutnya adalah menguji konsep pengukuran *cost of equity*. Sesuai dengan konsep yang telah disajikan pada bab sebelumnya

dinyatakan bahwa pengukuran *cost of equity* dibedakan ke dalam dua *proxy*, yaitu *cost of equity* berbasis *dividend growth* dan berbasis *price earnings growth model*. Pengujian ini dilakukan melalui empat tahap. *Pertama*, peran persistensi laba berbasis NIBE diregres pada *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* (selanjutnya disebut sebagai model *alternatif 2*). *Kedua*, peran persistensi laba berbasis kualitas akrual diregres pada *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* (selanjutnya disebut sebagai model *alternatif 3*). *Ketiga*, pemilihan model terbaik antara model *alternatif 2* dan *alternatif 3* atas dasar nilai *R-square* dan *F-test*. *Keempat*, membandingkan hasil pengujian antara pengukuran *cost of equity* berbasis *dividend growth* dan berbasis *price earnings growth model*. Apabila hasil regresi terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth* menghasilkan nilai *R-square* dan *F-test* lebih besar daripada berbasis *price earnings growth model*, maka *dividend growth model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pengukuran *cost of equity* daripada *price earnings growth model*; demikian sebaliknya. Tahapan pengujian tersebut disajikan berikut.

### **1. Pengujian Tahap 1**

Pada tahap 1 dilakukan pengujian mengenai peran persistensi laba berbasis NIBE terhadap *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Mengacu pada hasil pengujian model yang telah disajikan di muka menunjukkan bahwa model regresi *interaksi* merupakan model yang terbaik. Oleh karenanya, pada pengujian ini menggunakan model

*interaksi*. Dengan demikian variabel-variabel yang digunakan pada regresi *interaksi* adalah sebagai berikut.

Variabel Dependen: *Cost of Equity* berbasis *Price Earnings Growth* (COE.rPEG)

Variabel Independen:

- (1) *Earnings Persistence* berbasis **NIBE** (PRSTNIBE)
- (2) *Earnings Aggressiveness* (EAR.AGRS)
- (3) *Earnings Smoothing* (EAR.SMTH)
- (4) Interaksi PRSTNIBE\*EAR.AGRS (MODERAT1)
- (5) Interaksi PRSTNIBE\*EAR.SMTH (MODERAT2)
- (6) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio* (BM)
- (7) Variabel Kontrol – *log Market Capitalization* (SIZEMCAP)

Hasil pengujian asumsi klasik pada tahap 1 (selanjutnya disebut model *alternatif 2*) disajikan secara rinci pada lampiran 13. Berdasarkan lampiran 13, maka hasil regresi *interaksi* persistensi laba berbasis NIBE terhadap *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* disajikan pada Tabel 4.11 berikut.

**Tabel 4.11**

**Hasil Regresi *Interaksi Model Alternatif 2*:** Persistensi NIBE, Aggressiveness, Smoothing, BM, SIZE, MODERAT1, dan MODERAT2 pada *Cost of Equity* berbasis *Price Earnings Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>						
Dependen: COE.rPEG	PRST.NIBE	AGRS	SMTH	BM	SIZE	MOD.1	MOD.2
Koefisien	0,037	-0,044	0,045	0,233	-0,056	0,132	-0,111
t-hitung	0,278	-0,265	0,136	1,526	-0,444	0,681	-0,333
Signifikansi	0,782	0,792	0,893	0,132	0,658	0,498	0,740
<i>R-square</i>	= 0,048						
<i>F-hitung</i>	= 0,489						
Signifikansi	= 0,839						

Sumber: Data diolah, output regresi

Berdasarkan Tabel 4.11 menunjukkan bahwa nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  masing-masing sebesar 0,048 dan 0,489 (*sig.* 0,839). Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa model regresi tidak memenuhi *goodness of fit* pada level yang disyaratkan (5%). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*.

## 2. Pengujian Tahap 2

Pada tahap 2 dilakukan pengujian terhadap peran persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRST.AKRU) terhadap *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Pada tahap ini, pengujian model juga menggunakan model *interaksi*, khususnya interaksi persistensi laba berbasis kualitas akrual. Variabel yang digunakan dalam regresi tahap 2 (selanjutnya disebut sebagai model *alternatif 3*) terdiri dari variabel-variabel berikut.

Variabel Dependen: *Cost of Equity* berbasis ***Price Earnings Growth*** (COE.rPEG)

Variabel Independen:

- (1) *Earnings Persistence* berbasis **Kualitas Akrual** (PRSTAKRU)
- (2) *Earnings Aggressiveness* (EAR.AGRS)
- (3) *Earnings Smoothing* (EAR.SMTH)
- (4) Interaksi PRSTAKRU\*EAR.AGRS (MODERAT1)
- (5) Interaksi PRSTAKRU\*EAR.SMTH (MODERAT2)
- (6) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio* (BM)
- (7) Variabel Kontrol – *log Market Capitalization* (SIZEMCAP)

Hasil pengujian asumsi klasik pada tahap 2 (model *alternatif 3*) disajikan secara rinci pada lampiran 13. Berdasarkan lampiran 13, maka

hasil regresi *interaksi* persistensi laba berbasis kualitas akrual terhadap *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* disajikan pada Tabel 4.12 berikut.

**Tabel 4.12**

**Hasil Regresi *Interaksi Model Alternatif 3*:** Persistensi Kualitas Akrual, *Aggressiveness, Smoothing, BM, SIZE, MODERAT1, dan MODERAT2* pada *Cost of Equity* berbasis *Price Earnings Growth Model*

Uraian	<i>Predictors</i>						
Dependen: COE.rPEG	PRST.AKRU	AGRS	SMTH	BM	SIZE	MOD.1	MOD.2
Koefisien	0,042	0,044	-0,105	0,161	-0,072	-0,008	0,058
t-hitung	0,286	0,174	-0,304	1,261	-0,591	-0,033	0,168
Signifikansi	0,776	0,863	0,762	0,212	0,557	0,973	0,867
<i>R-square</i>	= 0,041						
<i>F-hitung</i>	= 0,414						
Signifikansi	= 0,890						

Sumber: Data diolah, output regresi

Berdasarkan Tabel 4.12 menunjukkan bahwa nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  masing-masing sebesar 0,041 dan 0,414 (*sig.* 0,890). Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa model regresi tidak memenuhi *goodness of fit* pada level yang disyaratkan (5%). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*.

### 3. Pengujian Tahap 3

Pada tahap ini dilakukan perbandingan hasil yang didapat pada tahap 1 (model *alternatif 2*) dan tahap 2 (model *alternatif 3*). Perbandingan hasil analisis tersebut dapat disajikan pada Tabel 4.13 berikut.

**Tabel 4.13****Perbandingan Hasil Pengujian Tahap 1 dan 2  
Model Alternatif 2 vs Alternatif 3**

Uraian	Koefisien	
	<i>Alternatif 2</i>	<i>Alternatif 3</i>
<i>Predictors</i>		
EAR.PRST	0,037	0,042
(t-hitung)	(0,278)	(0,286)
(sig.)	(0,782)	(0,776)
EAR.AGRS	-0,044	0,044
(t-hitung)	(-0,265)	(0,174)
(sig.)	(0,792)	(0,863)
EAR.SMTH	0,045	-0,105
(t-hitung)	(0,136)	(-0,304)
(sig.)	(0,893)	(0,762)
BM	0,233	0,161
(t-hitung)	(1,526)	(1,261)
(sig.)	(0,132)	(0,212)
SIZE	-0,056	-0,072
(t-hitung)	(-0,444)	(-0,591)
(sig.)	(0,658)	(0,557)
MODERAT1	0,132	-0,008
(t-hitung)	(0,681)	(-0,033)
(sig.)	0,498	(0,973)
MODERAT2	-0,111	0,058
(t-hitung)	(-0,333)	(0,168)
(sig.)	0,740	(0,867)
<i>R Square</i>	0,048	0,041
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		-0,007
F-hitung	(0,489)	(0,414)
Sig. F	(0,839)	(0,890)

Sumber: Data diolah, output regresi

Berdasarkan Tabel 4.13 tersebut menunjukkan bahwa model *alternatif 2* (analisis pada tahap 1) menghasilkan  $R^2$  dan  $F_{-hitung}$  lebih besar daripada model *alternatif 3* (analisis pada tahap 2). Nilai  $R^2$  dan  $F_{-hitung}$  pada model *alternatif 2* sebesar 0,048 dan 0,489 (*sig.* 0,839); sedangkan pada model *alternatif 3* menghasilkan nilai  $R^2$  dan  $F_{-hitung}$  sebesar 0,041 dan 0,414 (*sig.* 0,890).

Hasil pengujian tersebut menunjukkan model *alternatif 2* lebih baik daripada model *alternatif 3*. Hal ini mengandung makna bahwa model *interaksi* persistensi laba berbasis NIBE merupakan *quasi moderator* yang lebih baik daripada persistensi laba berbasis kualitas akrual untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Walaupun hasil pada model *alternatif 2* lebih baik daripada model *alternatif 3*; namun model tersebut terbukti tidak dapat digunakan untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*.

#### **4. Pengujian Tahap 4**

Berdasarkan hasil pengujian pada tahap 3 di atas dinyatakan bahwa model *interaksi* persistensi laba berbasis NIBE merupakan *quasi moderator* yang lebih baik daripada persistensi laba berbasis kualitas akrual untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Hasil pengujian yang telah dilakukan pada model *utama* juga menunjukkan bahwa model *interaksi* persistensi laba berbasis NIBE merupakan *predictor* yang lebih baik daripada persistensi laba berbasis kualitas akrual untuk memprediksi *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Berdasarkan hasil tersebut, maka pengukuran *cost of equity* dilakukan dengan membandingkan hasil regresi model *alternatif 2* vs model *utama*.

Perbandingan hasil pengujian model *alternatif 2* dan model *utama* disajikan secara ringkas pada Tabel 4.14 berikut.

**Tabel 4.14****Perbandingan Hasil Pengujian  
Model Alternatif 2 vs Model Utama**

Uraian	Koefisien	
	Model Alternatif 2	Model Utama
<i>Predictors</i>		
PRST.NIBE	0,037	0,523
(t-hitung)	(0,278)	(5,530)
(sig.)	(0,782)	(0,000)**
EAR.AGRS	-0,044	0,521
(t-hitung)	(-0,265)	(4,477)
(sig.)	(0,792)	(0,000)**
EAR.SMTH	0,045	0,620
(t-hitung)	(0,136)	(2,639)
(sig.)	(0,893)	(0,010)**
BM	0,233	-0,361
(t-hitung)	(1,526)	(-3,128)
(sig.)	(0,132)	(0,003)**
SIZE	-0,056	0,186
(t-hitung)	(-0,444)	(1,956)
(sig.)	(0,658)	(0,055)
MODERAT1	0,132	-0,636
(t-hitung)	(0,681)	(-4,513)
(sig.)	0,498	(0,000)**
MODERAT2	-0,111	-0,506
(t-hitung)	(-0,333)	(-2,162)
(sig.)	0,740	(0,034)*
<i>R Square</i>	0,048	0,528
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		0,480
F-hitung	(0,489)	(10,887)
Sig. F	(0,839)	(0,000)**

Sumber: Data diolah, output regresi

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

\* : signifikan pada level 5%

Berdasarkan tabel 4.14 tersebut nampak jelas bahwa pengukuran *cost of equity* lebih tepat menggunakan model pertumbuhan dividen



(*dividend growth model*) daripada berbasis *price earnings growth model*. Hasil pengujian ini didukung oleh konsep pengukuran *cost of equity* yang dinyatakan bahwa besarnya *required rate of return* sangat tergantung pada besarnya dividen yang dibayarkan oleh pihak manajemen kepada para pemegang saham.

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

#### **4.1.2.7. Kesimpulan Hasil Uji Model Pertama**

Hasil uji kekuatan model pada Model *Pertama* dapat diringkas ke dalam dua kelompok yaitu: (1) ringkasan hasil pengujian model *quasi moderator* berbasis *interaksi* dan regresi *kontekstual*; dan (2) ringkasan hasil pengujian model *quasi moderator* berbasis regresi interaksi pada Model *Utama* dan Model *Alternatif*. Ringkasan hasil pengujian tersebut disajikan pada Tabel 4.15 dan Tabel 4.16 berikut.

**Tabel 4.15**

**Ringkasan Hasil Regresi Model *Utama*  
Pure Moderator, Quasi Moderator dan Kontekstual**

Uraian	Koefisien		
	Model <i>Pure</i> <i>Moderator</i>	Model <i>Quasi</i> <i>Moderator</i>	Model Kontekstual
PRST.NIBE (t-hitung) (sig.)	0,435 (4,139) (0,000)**	0,523 (5,530) (0,000)**	
EAR.AGRS (t-hitung) (sig.)		0,521 (4,477) (0,000)**	0,499 (3,253) (0,002)**
EAR.SMTH (t-hitung) (sig.)		0,620 (2,639) (0,010)**	0,319 (1,166) (0,248)
BM (t-hitung) (sig.)	-0,211 (-1,679) (0,098)	-0,361 (-3,128) (0,003)**	-0,470 (-3,457) (0,001)**
SIZE (t-hitung) (sig.)	0,252 (2,358) (0,021)*	0,186 (1,956) (0,055)	0,194 (1,712) (0,091)
MODERAT1 (t-hitung) (sig.)	-0,225 (-1,890) (0,063)	-0,636 (-4,513) (0,000)**	-0,476 (-2,887) (0,005)**
MODERAT2 (t-hitung) (sig.)	0,054 (0,563) (0,575)	-0,506 (-2,162) (0,034)*	-0,188 (-0,692) (0,491)
<i>R-Square</i>	0,362	0,528	0,316
Incremental $R^2$		0,166	-0,212
F-hitung	(7,945)	(10,887)	(5,323)
Signifikansi	(0,000)**	(0,000)**	(0,000)**

Sumber: data diolah.

Ket. : \*\* = signifikan pada level 1%

\* = signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.15 tersebut menunjukkan bahwa regresi *interaksi* pada model *quasi moderator* menghasilkan *R-square* lebih besar daripada regresi *pure moderator* dan *kontekstual*. Hal ini ditunjukkan dengan hasil regresi pada regresi *interaksi* pada model *quasi moderator* menghasilkan  $R^2$  sebesar 0,528; sedangkan pada model *pure moderator* dan *kontekstual* menghasilkan  $R^2$  masing-masing sebesar 0,362 dan 0,316.

Perbandingan pada model *pure* dan *quasi* menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE lebih tepat sebagai variabel pemoderasi, khususnya sebagai *quasi moderator*. Sementara perbandingan hasil uji model kontekstual menurunkan  $R^2$  (*incremental negatif*) sebesar -0,212 terhadap hasil regresi interaksi pada model *quasi moderator*. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa regresi *interaksi* pada model *quasi moderator* merupakan model yang lebih baik atau lebih kuat (*robust*) daripada model *pure moderator* dan *kontekstual*.

Langkah selanjutnya memperluas uji konsep pengukuran persistensi laba dengan cara membandingkan persistensi berbasis NIBE dan berbasis kualitas akrual diregres pada *cost of equity* berbasis *dividend growth model* (seperti disajikan pada hasil uji model *utama* dan *alternatif 1*). Sedangkan perluasan uji konsep pengukuran *cost of equity* (berbasis *dividend growth* dan *price earnings growth*) disajikan pada hasil uji model *alternatif 2* dan model *alternatif 3*. Ringkasan hasil uji model *utama*, *alternatif 1*, *alternatif 2*, dan *alternatif 3* disajikan pada Tabel 4.16 berikut.

**Tabel 4.16**

**Ringkasan Hasil Regresi *Interaksi*  
Model *Utama* dan *Alternatif***

Uraian	Koefisien			
	Model Utama	Model Alternatif 1	Model Alternatif 2	Model Alternatif 3
EAR.PRST	0,523	0,018	0,037	0,042
(t-hitung)	(5,530)	(0,142)	(0,278)	(0,286)
(sig.)	(0,000)**	(0,887)	(0,782)	(0,776)
EAR.AGRS	0,521	0,210	-0,044	0,044
(t-hitung)	(4,477)	(0,956)	(-0,265)	(0,174)
(sig.)	(0,000)**	(0,342)	(0,792)	(0,863)
EAR.SMTH	0,620	-0,407	0,045	-0,105
(t-hitung)	(2,639)	(-1,373)	(0,136)	(-0,304)
(sig.)	(0,010)**	(0,174)	(0,893)	(0,762)
BM	-0,361	-0,185	0,233	0,161
(t-hitung)	(-3,128)	(-1,627)	(1,526)	(1,261)
(sig.)	(0,003)**	(0,108)	(0,132)	(0,212)
SIZE	0,186	0,319	-0,056	-0,072
(t-hitung)	(1,956)	(2,934)	(-0,444)	(-0,591)
(sig.)	(0,055)	(0,005)**	(0,658)	(0,557)
MODERAT1	-0,636	-0,024	0,132	-0,008
(t-hitung)	(-4,513)	(-0,112)	(0,681)	(-0,033)
(sig.)	(0,000)**	(0,911)	0,498	(0,973)
MODERAT2	-0,506	0,605	-0,111	0,058
(t-hitung)	(-2,162)	(2,048)	(-0,333)	(0,168)
(sig.)	(0,034)*	(0,044)*	0,740	(0,867)
<i>R Square</i>	0,528	0,295	0,048	0,041
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>				
Utama vs Altf.1		-0,233		
Alt2 vs Altf.3				-0,007
Utama vs Altf.2			-0,480	
F-hitung	(10,887)	(4,063)	(0,489)	(0,414)
Sig. F	(0,000)**	(0,001)**	(0,839)	(0,890)

Sumber: data diolah.

Ket. : \*\* = signifikan pada level 1%

\* = signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.16 tersebut menunjukkan bahwa hasil regresi pada model *utama* menghasilkan  $R^2$  lebih besar daripada model *alternatif* 1 ( $0,528 > 0,295$ ). Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa hasil regresi *interaksi* pada model *utama* lebih baik daripada model *alternatif* 1. Hasil

tersebut mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE lebih berperan daripada berbasis kualitas akrual yang berfungsi sebagai variabel *quasi moderator* terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Berdasarkan hasil pengujian tersebut disimpulkan bahwa laba berbasis NIBE lebih tepat sebagai *proxy* persistensi laba daripada kualitas akrual.

Hasil pengujian pada model *alternatif 2* dan *alternatif 3* menunjukkan bahwa regresi *interaksi* pada model *alternatif 3* menghasilkan  $R^2$  lebih kecil daripada model *alternatif 2* ( $0,041 < 0,048$ ). Jadi  $R^2$  mengalami penurunan sebesar 0,007 (*incremental  $R^2$  -0,007*). Hasil ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE lebih baik daripada berbasis kualitas akrual dalam memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth*. Namun secara statistik, hasil pengujian pada model *alternatif 2* tersebut tidak signifikan ( $F = 0,489$ ; *sig.* 0,839).

Sementara, pada model *utama* (*cost of equity* berbasis *dividend growth*) menghasilkan  $R^2$  sebesar 0,528 dan secara statistik signifikan ( $F = 10,887$ ; *sig.* 0,000). Sedangkan pada model *alternatif 2* menunjukkan bahwa  $R^2$  sebesar 0,048 dan secara statistik tidak signifikan ( $F = 0,489$ ; *sig.* 0,839). Perbandingan hasil regresi *interaksi* pada model *utama* vs model *alternatif 2* mengindikasikan bahwa *cost of equity* berbasis *dividend growth model* lebih baik daripada berbasis *price earnings growth model*. Berdasarkan hasil pengujian tersebut disimpulkan bahwa *dividend growth*

*model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pengukuran *cost of equity* daripada berbasis *price earnings growth model*.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap uji model, uji perluasan model, dan uji *proxy* pengukuran variabel (khususnya persistensi laba dan *cost of equity*), maka secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa model *utama* adalah model yang paling baik dan kuat (*robust*). Hasil ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE sebagai variabel *moderating* (lebih khusus lagi sebagai variabel *quasi moderator*) berperan memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* berbasis *dividend growth*.

#### **4.1.2.7. Hasil Pengujian Spesifikasi Model Kedua**

Pada uji model *kedua* ini dilakukan pengujian terhadap variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*). Analisis ini bertujuan untuk menguji apakah publikasi laporan laba dapat memberikan sinyal kepada para pelaku pasar berbasis *trading volume activity* (TVA). Pada tahap pengujian ini, pendekatan TVA didasarkan pada TVA per-hari selama sembilan hari sejak tanggal publikasi laporan keuangan (laporan laba). Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa jika publikasi laporan keuangan membawa keinformasian laba, maka para pelaku pasar segera melakukan reaksi dalam bentuk aktivitas perdagangan saham.

Ada tiga kemungkinan dampak publikasi laporan laba terhadap reaksi pasar dalam bentuk aktivitas perdagangan saham. *Pertama*, jika laporan laba tidak membawa keinformasian mengenai laba perusahaan, maka pasar tidak bereaksi dalam arti informasi laba tidak signifikan mempengaruhi TVA. *Kedua*, jika laporan laba mengandung kekaburan laba (*earnings opacity*), maka pasar akan bereaksi negatif dalam arti informasi laba akan berdampak negatif terhadap TVA. *Ketiga*, jika laporan laba mengandung laba yang persisten, maka pasar akan bereaksi positif dalam arti informasi laba akan berdampak positif terhadap TVA.

Berdasarkan asumsi dan tiga kemungkinan tersebut, maka pengujian terhadap peran persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *trading volume activity* dilakukan pada TVA-harian (TVA1 – TVA9), dan TVA rata-rata (*AVG.TVA*). Pengujian model menggunakan regresi *interaksi*, khususnya dengan model *quasi moderator*. Pada penelitian ini, uji model diperluas lagi dengan menggunakan model *pure moderator* dan model *kontekstual*. Model *pure moderator* digunakan untuk memastikan tipe moderator dari variabel persistensi laba berbasis NIBE. Sedangkan model *kontekstual* digunakan untuk menguji kekuatan model (*robustness test*) dari regresi interaksi.

Perluasan uji model selanjutnya adalah uji konsep pengukuran persistensi laba. Persistensi laba diukur dengan dua pendekatan, yaitu persistensi laba berbasis NIBE (selanjutnya disebut sebagai model *utama*)

dan persistensi laba berbasis kualitas akrual (selanjutnya disebut sebagai model *alternatif*). Dua model ini digunakan untuk menguji konsep mana yang lebih tepat sebagai *proxy* pengukuran persistensi laba (apakah berbasis NIBE atautkah berbasis kualitas akrual) dalam memprediksi *trading volume activity*.

Berdasarkan uraian tersebut, maka uji model terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi *trading volume activity* (TVA) dibedakan ke dalam dua kelompok uji yaitu uji spesifikasi model dan uji kekuatan model (*robustness test*). Hasil pengujian dari dua kelompok uji tersebut disajikan berikut.

#### **4.1.2.7.1. Hasil Uji Spesifikasi Model**

Pada sub-bab ini disajikan hasil regresi dari tiga model yang diuji yaitu model *quasi moderator*, *pure moderator* dan model *kontekstual*. Pada uji spesifikasi model ini, variabel persistensi laba di-*proxy* dengan *net income before extraordinary items* (persistensi laba berbasis NIBE). Pada model *quasi moderator*, variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi meliputi: NIBE, *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, interaksi antara persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1), interaksi antara persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings smoothing* (MODERAT2), B/M, dan SIZE. Pada model *pure moderator*, variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi hampir sama dengan *quasi moderator*; tetapi variabel *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dikeluarkan dari model.



Sedangkan pada model *kontekstual*, hampir sama dengan model *quasi moderator*; namun variabel PRST.NIBE tidak dimasukkan ke dalam model regresi. Hasil regresi masing-masing model tersebut disajikan sebagai berikut.

### 1. Hasil Regresi *Quasi Moderator*

Pengujian regresi *quasi moderator* dilakukan terhadap *trading volume activity* (TVA) secara harian (TVA1 sampai dengan TVA9) dan TVA Rata-rata (AVG.TVA) diregres pada variabel berikut:

- (1) *Earnings Persistence* berbasis **NIBE** (PRST.NIBE)
- (2) *Earnings Aggressiveness* (EAR.AGRS)
- (3) *Earnings Smoothing* (EAR.SMTH)
- (4) Interaksi PRST.NIBE\*EAR.AGRS (MODERAT1)
- (5) Interaksi PRST.NIBE\*EAR.SMTH (MODERAT2)
- (6) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio* (BM)
- (7) Variabel Kontrol – *log Market Capitalization* (SIZE)

Hasil pengujian model regresi *interaksi* model *quasi moderator* ini disajikan secara rinci pada lampiran 14. Berdasarkan hasil pengujian pada lampiran tersebut, hasil uji model disajikan secara ringkas pada Tabel 4.17. Berdasarkan Tabel 4.17 menunjukkan bahwa secara rata-rata, model regresi memenuhi *goodness of fit*. Pada TVA4, TVA7, dan AVG.TVA menghasilkan  $R^2$  dan *F-hitung* masing-masing 0,225 (3,314; sig.0,004), 0,223 (3,280; sig. 0,004) dan 0,254 (3,897; sig. 0,001). Pada TVA2 dan TVA3 masing-masing sebesar 0,166 (2,275; sig. 0,036) dan 0,162 (2,206; sig. 0,042); sedangkan TVA lainnya tidak signifikan.

**Tabel 4.17**

**Ringkasan Model *Quasi Moderator* – Regresi *Interaksi***  
 Hasil Regresi Persistensi Laba berbasis NIBE, *Earnings Aggressiveness*,  
*Earnings Smoothing*, MODERAT1, MODERAT2, *BM Ratio* dan *SIZE*  
 pada *Trading Volume Activity*

Koefisien										
Uraian	TVA1	TVA2	TVA3	TVA4	TVA5	TVA6	TVA7	TVA8	TVA9	Avg.
NIBE	-0,043	-0,154	-0,065	-0,150	-0,026	-0,172	0,071	-0,098	-0,051	-0,107
(t-hit)	-0,350	-1,300	-0,544	-1,311	-0,219	-1,421	0,621	-0,806	-0,419	-0,952
(sig.)	0,727	0,197	0,588	0,194	0,827	0,159	0,536	0,423	0,677	0,344
AGRS	-0,342	-0,477	-0,533	-0,520	-0,278	-0,397	-0,460	-0,413	-0,329	-0,580
(t-hit)	-1,901	-2,734	-3,051	-3,097	-1,574	-2,227	-2,735	-2,312	-1,850	-3,517
(sig.)	0,061	0,008**	0,003**	0,003**	0,119	0,029*	0,008**	0,023*	0,068	0,001**
SMTH	0,030	0,127	0,074	-0,002	-0,022	-0,051	-0,044	-0,083	-0,197	-0,025
(t-hit)	0,231	0,993	0,580	-0,014	-0,169	-0,392	-0,360	-0,633	-1,509	-0,210
(sig.)	0,818	0,324	0,564	0,989	0,866	0,696	0,720	0,528	0,135	0,834
MOD.1	0,309	0,627	0,572	0,638	0,295	0,555	0,459	0,450	0,354	0,660
(t-hit)	1,618	3,389	3,087	3,579	1,575	2,940	2,573	2,377	1,875	3,773
(sig.)	0,110	0,001**	0,003**	0,001**	0,119	0,004**	0,012*	0,020*	0,065	0,000**
MOD.2	-0,027	-0,188	-0,095	-0,019	0,168	0,011	0,021	0,055	0,087	0,001
(t-hit)	-0,184	-1,326	-0,670	-0,136	1,167	0,074	0,150	0,381	0,600	0,011
(sig.)	0,855	0,188	0,505	0,892	0,247	0,941	0,881	0,704	0,550	0,991
BM	-0,295	-0,164	-0,263	-0,311	-0,173	-0,195	-0,333	-0,246	-0,146	-0,328
(t-hit)	-2,017	-1,158	-1,853	-2,278	-1,205	-1,349	-2,436	-1,696	-1,010	-2,450
(sig.)	0,047*	0,250	0,068	0,025*	0,232	0,181	0,017*	0,094	0,315	0,016*
SIZE	-0,052	-0,029	-0,104	-0,030	0,124	-0,103	0,023	-0,033	0,137	-0,010
(t-hit)	-0,359	-0,208	-0,730	-0,218	0,861	-0,711	0,167	-0,231	0,949	-0,077
(sig.)	0,721	0,836	0,468	0,828	0,392	0,479	0,868	0,818	0,345	0,939
R <sup>2</sup>	0,111	0,166	0,162	0,225	0,143	0,129	0,223	0,126	0,130	0,254
F-hit.	1,427	2,275	2,206	3,314	1,910	1,699	3,280	1,642	1,712	3,897
Sig.	0,206	0,036*	0,042*	0,004**	0,079	0,121	0,004**	0,136	0,118	0,001**

Sumber : Data diolah, output regresi

\*\* : Signifikan pada level 1%

\* : Signifikan pada level 5%

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.17 menunjukkan bahwa secara rata-rata (AVG.TVA) persistensi laba berbasis NIBE dapat berfungsi sebagai pemoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA, dan secara statistik signifikan pada level kurang dari 1% (0,000). Demikian pula pada TVA yang lain, seperti TVA2, TVA3, TVA4,

TVA6, TVA7, dan TVA8 menunjukkan bahwa MODERAT1 secara statistik signifikan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA. Hasil uji tanda positif menunjukkan bahwa NIBE berfungsi memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA.

Sementara variabel MODERAT2 menunjukkan bahwa pada seluruh TVA (TVA1 s/d TVA9 dan AVG.TVA) secara statistik tidak signifikan. Hasil ini mengandung makna bahwa NIBE tidak dapat berfungsi memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Namun demikian, dilihat dari hasil uji tanda menunjukkan bahwa pada TVA1 s/d TVA4 menghasilkan tanda negatif. Hal ini mengandung arti bahwa pada TVA1 s/d TVA4, persistensi laba berbasis NIBE memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Sedangkan sejak lima sampai dengan sembilan hari (TVA5 s/d TVA9 dan AVG.TVA), NIBE berfungsi memperkuat hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA.

## **2. Hasil Regresi *Pure Moderator***

Pengujian regresi *pure moderator* dilakukan terhadap *trading volume activity* (TVA) secara harian (TVA1 sampai dengan TVA9) dan TVA Rata-rata (AVG.TVA) diregres pada variabel berikut:

- (1) *Earnings Persistence* berbasis **NIBE** (PRST.NIBE)
- (2) Interaksi PRST.NIBE\*EAR.AGRS (MODERAT1)
- (3) Interaksi PRST.NIBE\*EAR.SMTH (MODERAT2)
- (4) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio* (BM)
- (5) Variabel Kontrol – *log Market Capitalization* (SIZE)

Hasil pengujian model *pure moderator* ini disajikan secara rinci pada lampiran 14. Berdasarkan hasil pengujian pada lampiran tersebut, hasil uji model disajikan secara ringkas pada Tabel 4.18 berikut.

**Tabel 4.18**

**Ringkasan Model *Pure Moderator* – Regresi *Interaksi***  
 Hasil Regresi Persistensi Laba berbasis NIBE, MODERAT1, MODERAT2,  
*BM Ratio* dan *SIZE* pada *Trading Volume Activity*

Koefisien										
Uraian	TVA1	TVA2	TVA3	TVA4	TVA5	TVA6	TVA7	TVA8	TVA9	Avg.
NIBE	-0,013	-0,133	-0,025	-0,094	0,009	-0,118	0,157	-0,034	0,030	-0,039
(t-hit)	-0,113	-1,128	-0,210	-0,822	0,075	-1,002	1,478	-0,290	0,259	-0,341
(sig.)	0,910	0,262	0,834	0,413	0,941	0,319	0,143	0,772	0,796	0,734
MOD.1	0,014	0,210	0,111	0,193	0,059	0,220	-0,163	0,104	0,087	0,166
(t-hit)	0,125	1,840	0,966	1,747	0,529	1,927	-1,559	0,902	0,760	1,508
(sig.)	0,900	0,069	0,337	0,084	0,598	0,057	0,123	0,370	0,450	0,135
MOD.2	0,043	-0,036	0,031	0,056	0,194	0,035	0,191	0,062	0,007	0,070
(t-hit)	0,365	-0,304	0,262	0,494	1,692	0,301	1,760	0,521	0,056	0,614
(sig.)	0,716	0,762	0,794	0,622	0,094	0,764	0,082	0,604	0,956	0,541
BM	-0,283	-0,154	-0,247	-0,290	-0,160	-0,175	-0,362	-0,233	-0,117	-0,302
(t-hit)	-1,925	-1,052	-1,670	-2,037	-1,115	-1,192	-2,743	-1,508	-0,797	-2,136
(sig.)	0,058	0,296	0,099	0,045*	0,268	0,237	0,007**	0,135	0,428	0,036*
SIZE	-0,038	-0,010	-0,081	-0,006	0,136	-0,084	0,087	-0,013	0,155	0,016
(t-hit)	-0,255	-0,069	-0,545	-0,045	0,950	-0,572	0,655	-0,091	1,056	0,115
(sig.)	0,799	0,945	0,587	0,965	0,345	0,569	0,514	0,928	0,294	0,909
$R^2$	0,070	0,075	0,059	0,132	0,117	0,075	0,229	0,064	0,071	0,139
F-hit.	1,227	1,323	1,019	2,487	2,164	1,323	4,870	1,128	1,260	2,648
Sig.	0,304	0,263	0,412	0,038*	0,066	0,263	0,001**	0,352	0,289	0,029*

Sumber : Data diolah, output regresi

\*\* : Signifikan pada level 1%

\* : Signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.18 tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata, model regresi memenuhi *goodness of fit*. Pada TVA4, TVA7, dan *AVG.TVA* menghasilkan  $R^2$  dan *F-hitung* masing-masing 0,132 (2,487; *sig.* 0,038); 0,229 (4,870; *sig.* 0,001) dan 0,139 (2,648; *sig.* 0,029).

Berdasarkan Tabel 4.18 juga menunjukkan bahwa NIBE secara individual tidak signifikan. Demikian pula interaksi antara NIBE dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) dan interaksi antara NIBE dan *earnings smoothing* (MODERAT2) tidak signifikan pada seluruh TVA (TVA1 s/d TVA9 dan AVG.TVA). Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dinyatakan bahwa NIBE tidak tepat sebagai *pure moderator*.

Langkah uji model berikutnya adalah membandingkan antara model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* dan berbasis *kontekstual*. Hasil pengujian regresi *kontekstual* disajikan berikut.

### **3. Model Regresi *Kontekstual***

Pada pengujian model regresi *kontekstual*, TVA harian dan TVA Rata-rata (AVG.TVA) diregres pada variabel-variabel berikut:

- (1) *Earnings Aggressiveness* (EAR.AGRS)
- (2) *Earnings Smoothing* (EAR.SMTH)
- (3) Interaksi PRST.NIBE\*EAR.AGRS (MODERAT1)
- (4) Interaksi PRST.NIBE\*EAR.SMTH (MODERAT2)
- (5) Variabel Kontrol – *log Book to Market Ratio* (BM)
- (6) Variabel Kontrol – *log Market Capitalization* (SIZE)

Pada penelitian ini, model regresi *kontekstual* digunakan sebagai perluasan uji model terhadap model interaksi. Pada model regresi *kontekstual* ini digunakan untuk menguji apakah persistensi laba lebih *robust* sebagai variabel *kontekstual* ataukah sebagai variabel *interaksi* yang mempengaruhi TVA. Apabila hasil pengujian pada model *interaksi* masih tetap menghasilkan regresi yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada hasil regresi *kontekstual* (atas dasar nilai  $R^2$  dan *F-test*), maka

persistensi laba lebih tepat sebagai variabel *interaksi* daripada sebagai variabel *kontekstual*.

Hasil pengujian model regresi *kontekstual* disajikan secara rinci pada lampiran 14 (angka 3). Berdasarkan hasil pengujian pada lampiran tersebut, hasil uji model regresi *kontekstual* disajikan secara ringkas pada Tabel 4.19 berikut.

**Tabel 4.19**

**Ringkasan Model Utama TVA – Regresi Kontekstual**  
 Hasil Regresi *Earnings Aggressiveness, Earnings Smoothing, BM Ratio, SIZE, MODERAT1 dan MODERAT2* pada *Trading Volume Activity*

Koefisien										
Uraian	TVA1	TVA2	TVA3	TVA4	TVA5	TVA6	TVA7	TVA8	TVA9	Avg.
AGRS	-0,331	-0,438	-0,517	-0,483	-0,272	-0,353	-0,478	-0,388	-0,317	-0,553
(t-hit)	-1,879	-2,538	-3,015	-2,903	-1,569	-2,001	-2,894	-2,211	-1,814	-3,406
(sig.)	0,064	0,013**	0,003**	0,005**	0,121	0,049*	0,005**	0,030*	0,073	0,001**
SMTH	0,042	0,170	0,092	0,040	-0,015	-0,003	-0,064	-0,055	-0,182	0,004
(t-hit)	0,335	1,372	0,750	0,336	-0,117	-0,024	-0,542	-0,440	-1,458	0,038
(sig.)	0,738	0,174	0,455	0,738	0,907	0,981	0,590	0,661	0,149	0,970
BM	-0,295	-0,164	-0,263	-0,311	-0,173	-0,195	-0,333	-0,246	-0,146	-0,328
(t-hit)	-2,028	-1,154	-1,862	-2,269	-1,212	-1,342	-2,445	-1,701	-1,016	-2,452
(sig.)	0,046*	0,252	0,066	0,026*	0,229	0,183	0,017*	0,093	0,313	0,016*
SIZE	-0,050	-0,021	-0,100	-0,021	0,125	-0,093	0,019	-0,028	0,140	-0,004
(t-hit)	-0,345	-0,145	-0,708	-0,156	0,878	-0,641	0,139	-0,193	0,975	-0,032
(sig.)	0,731	0,885	0,481	0,877	0,383	0,524	0,890	0,847	0,332	0,975
MOD.1	0,293	0,569	0,548	0,582	0,285	0,491	0,485	0,414	0,335	0,620
(t-hit)	1,589	3,158	3,058	3,348	1,577	2,662	2,812	2,255	1,837	3,653
(sig.)	0,116	0,002**	0,003**	0,001**	0,119	0,009**	0,006**	0,027*	0,070	0,000**
MOD.2	-0,046	-0,255	-0,123	-0,084	0,157	-0,064	0,051	0,013	0,065	-0,045
(t-hit)	-0,335	-1,919	-0,934	-0,652	1,174	-0,469	0,403	0,096	0,484	-0,358
(sig.)	0,738	0,058	0,353	0,516	0,244	0,641	0,688	0,924	0,630	0,721
R <sup>2</sup>	0,110	0,148	0,159	0,208	0,143	0,107	0,219	0,119	0,128	0,246
F-hit.	1,662	2,353	2,546	3,549	2,247	1,626	3,792	1,816	1,989	4,401
Sig.	0,141	0,038*	0,026*	0,004**	0,047*	0,151	0,002**	0,106	0,077	0,001**

Sumber : Data diolah, output regresi  
 \*\*: Signifikan pada level 1%  
 \* : Signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4.19 menunjukkan bahwa secara rata-rata, model regresi memenuhi *goodness of fit*. Pada TVA4, TVA7, dan AVG.TVA menghasilkan  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  masing-masing 0,208 (3,549; sig.0,004), 0,219 (3,792; sig. 0,002) dan 0,246 (4,401; sig. 0,001). Berdasarkan Tabel 4.19 tersebut juga menunjukkan bahwa pada TVA2, TVA3 dan TVA5 model regresi *kontekstual* secara statistik signifikan pada level 5%, dan menghasilkan  $R^2$  masing-masing sebesar 0,148; 0,159 dan 0,143; sedangkan TVA lainnya tidak signifikan. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa model *kontekstual* dapat digunakan untuk memprediksi TVA. Namun demikian perlu dibandingkan antara model *interaksi* dan model *kontekstual*.

Berdasarkan hasil pengujian pada tiga model tersebut, maka perbandingan hasil uji pada model *pure moderator*, *quasi moderator*, dan regresi *kontekstual* dapat disajikan pada Tabel 4.20. Berdasarkan perbandingan hasil uji model pada Tabel 4.20 tersebut dapat disimpulkan bahwa model *quasi moderator* lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *pure moderator* dan *kontekstual* untuk seluruh TVA.

Pada hampir seluruh TVA, terjadi peningkatan  $R^2$  (*incremental R<sup>2</sup>*) dari model *pure* ke *quasi moderator*; kecuali pada TVA7 mengalami penurunan sebesar -0,006. Pada TVA1 s/d TVA6 dan TVA8, TVA9 serta AVGTVA masing-masing terjadi *incremental R<sup>2</sup>* sebesar 0,041 (TVA1); 0,091 (TVA2); 0,103 (TVA3); 0,093 (TVA4); 0,026 (TVA5); 0,054 (TVA6); 0,062 (TVA8); 0,059 (TVA9); dan 0,115 (AVG.TVA).

**Tabel 4.20**

**Perbandingan Model *Pure*, *Quasi Moderator* dan *Kontekstual***

Uraian	<i>Pure</i>	<i>Quasi</i>	<i>Kontekstual</i>
TVA1: $R^2$	0,070	0,111	0,110
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,041</b>	<b>-0,001</b>
F-hitung	(1,227)	(1,427)	(1,662)
Sig.	(0,304)	(0,206)	(0,141)
TVA2: $R^2$	0,075	0,166	0,148
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,091</b>	<b>-0,018</b>
F-hitung	(1,323)	(2,275)	(2,353)
Sig.	(0,263)	(0,036)*	(0,038)*
TVA3: $R^2$	0,059	0,162	0,159
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,103</b>	<b>-0,003</b>
F-hitung	(1,019)	(2,206)	(2,546)
Sig.	(0,412)	(0,042)*	(0,026)*
TVA4: $R^2$	0,132	0,225	0,208
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,093</b>	<b>-0,017</b>
F-hitung	(2,487)	(3,314)	(3,549)
Sig.	(0,038)*	(0,004)**	(0,004)**
TVA5: $R^2$	0,117	0,143	0,143
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,026</b>	<b>0,000</b>
F-hitung	(2,164)	(1,910)	(2,247)
Sig.	(0,066)	(0,079)	(0,047)*
TVA6: $R^2$	0,075	0,129	0,107
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,054</b>	<b>-0,022</b>
F-hitung	(1,323)	(1,699)	(1,626)
Sig.	(0,263)	(0,121)	(0,151)
TVA7: $R^2$	0,229	0,223	0,219
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>-0,006</b>	<b>-0,004</b>
F-hitung	(4,870)	(3,280)	(3,792)
Sig.	(0,001)**	(0,004)**	(0,002)**
TVA8: $R^2$	0,064	0,126	0,119
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,062</b>	<b>-0,007</b>
F-hitung	(1,128)	(1,642)	(1,816)
Sig.	(0,352)	(0,136)	(0,106)
TVA9: $R^2$	0,071	0,130	0,128
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,059</b>	<b>-0,002</b>
F-hitung	(1,260)	(1,712)	(1,989)
Sig.	(0,289)	(0,118)	(0,077)
Avg.TVA: $R^2$	0,139	0,254	0,246
<i>Incremental R<sup>2</sup></i>		<b>0,115</b>	<b>-0,008</b>
F-hitung	(2,648)	(3,897)	(4,401)
Sig.	(0,029)*	(0,001)**	(0,001)**

Sumber : Data diolah, output regresi

\*\* : Signifikan pada level 1%

\* : Signifikan pada level 5%



Berdasarkan Tabel 4.20 juga menunjukkan bahwa hasil pada model *kontekstual* menghasilkan nilai  $R^2$  yang semakin menurun (*incremental R<sup>2</sup> negatif*) terhadap model *quasi moderator*. Pada TVA1 sampai dengan TVA9 dan *AVG.TVA* terjadi penurunan  $R^2$  (*incremental R<sup>2</sup> negatif*) sebagai berikut. Pada TVA1 terjadi penurunan  $R^2$  (-0,001), pada TVA2 (-0,018), TVA3 (-0,003), TVA4 (-0,017), TVA5 (0,000), TVA6 (-0,022), TVA7 (-0,004), TVA8 (-0,007), TVA9 (-0,002), dan *AVG.TVA* (-0,008).

Berdasarkan hasil uji model tersebut, maka secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *pure moderator* maupun model *kontekstual*. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE lebih tepat digunakan sebagai *quasi moderator* untuk memprediksi TVA daripada sebagai variabel *pure moderator* dan *kontekstual*.

Pada penelitian ini juga dilakukan perluasan untuk menguji *proxy* pengukuran persistensi laba. Pengujian konsep pengukuran persistensi laba dilakukan dengan membandingkan antara persistensi laba berbasis NIBE dan persistensi laba berbasis kualitas akrual. Persistensi laba berbasis NIBE yang telah dilakukan pada uji model di muka (selanjutnya disebut model *utama*); sedangkan persistensi laba berbasis kualitas akrual (selanjutnya disebut model *alternatif*) diuji pada sub-bab berikut.

#### 4.1.2.7.2. Hasil Uji Konsep Pengukuran Persistensi Laba

Pada uji konsep ini, persistensi laba *diproxy* dengan kualitas akrual yang digunakan sebagai variabel *interaksi* untuk memprediksi TVA. Hasil uji persistensi laba berbasis kualitas akrual (model *alternatif*), selanjutnya dibandingkan dengan persistensi laba berbasis NIBE (model *utama*). Jika hasil pengujian pada model *alternatif* menghasilkan nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  lebih besar daripada model *utama* atau terjadi peningkatan  $R^2$  (*incremental*  $R^2$ ), maka kualitas akrual lebih tepat digunakan sebagai *proxy* persistensi laba. Sebaliknya, jika model *utama* menghasilkan nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  lebih besar daripada model *alternatif*, maka NIBE lebih tepat digunakan sebagai *proxy* persistensi laba.

Pada pengujian model *alternatif*, persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRST.AKRU) diregres pada TVA1 sampai dengan TVA9 dan TVARata-rata (AVG.TVA). Hasil pengujian regresi *interaksi* pada model *alternatif* disajikan secara rinci pada lampiran 14. Berdasarkan lampiran 14, hasil uji regresi *interaksi* pada model *alternatif* diringkas pada Tabel 4.21. Berdasarkan Tabel 4.21 menunjukkan bahwa selama sembilan hari sejak publikasi laporan keuangan, model regresi yang memenuhi *goodness of fit* hanya pada TVA4, TVA7 dan AVG.TVA. Pada TVA4, nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  sebesar 0,156 dan 2,111 (*sig.* 0,052). Pada TVA7, nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  sebesar 0,178 dan 2,475 (*sig.* 0,024). Pada AVG.TVA, nilai  $R^2$  dan  $F_{hitung}$  sebesar 0,186 dan 2,614 (*sig.* 0,018).

**Tabel 4.21**

**Ringkasan Model Alternatif TVA – Regresi *Interaksi***  
 Hasil Regresi Persistensi Laba berbasis Kualitas Akrua, *Earnings Aggressiveness, Earnings Smoothing, BM Ratio, SIZE, MODERAT1 dan MODERAT2 pada Trading Volume Activity*

Koefisien										
Uraian	TVA1	TVA2	TVA3	TVA4	TVA5	TVA6	TVA7	TVA8	TVA9	Avg.
AKRU	0,055	0,149	0,079	0,288	0,202	0,157	0,197	0,161	0,147	0,224
(t-hit)	0,365	0,971	0,525	1,926	1,328	0,984	1,338	1,040	0,951	1,528
(sig.)	0,716	0,334	0,601	0,058*	0,188	0,328	0,185	0,301	0,344	0,130
AGRS	0,141	0,256	0,233	0,069	-0,029	0,051	0,080	0,007	-0,022	0,120
(t-hit)	0,817	1,453	1,348	0,402	-0,167	0,279	0,476	0,038	-0,123	0,716
(sig.)	0,416	0,150	0,182	0,689	0,868	0,781	0,636	0,970	0,903	0,476
SMTH	-0,138	0,045	0,013	0,079	0,001	0,054	-0,046	-0,095	-0,139	-0,033
(t-hit)	-0,799	0,255	0,076	0,461	0,003	0,294	-0,274	-0,535	-0,782	-0,197
(sig.)	0,426	0,800	0,940	0,646	0,997	0,770	0,785	0,594	0,437	0,844
BM	-0,328	-0,215	-0,295	-0,391	-0,236	-0,241	-0,393	-0,302	-0,191	-0,401
(t-hit)	-2,234	-1,431	-2,004	-2,677	-1,591	-1,547	-2,728	-1,989	-1,260	-2,794
(sig.)	0,028*	0,156	0,049*	0,009**	0,116	0,126	0,008**	0,050*	0,211	0,007**
SIZE	-0,043	-0,037	-0,107	-0,093	0,069	-0,141	-0,032	-0,068	0,095	-0,056
(t-hit)	-0,290	-0,244	-0,721	-0,633	0,458	-0,900	-0,218	-0,442	0,624	-0,385
(sig.)	0,773	0,808	0,473	0,529	0,648	0,371	0,828	0,660	0,535	0,702
MOD1	-0,302	-0,325	-0,409	-0,097	0,021	-0,013	-0,194	-0,066	-0,014	-0,214
(t-hit)	-1,696	-1,781	-2,286	-0,545	0,116	-0,070	-1,111	-0,360	-0,079	-1,228
(sig.)	0,094	0,079	0,025*	0,587	0,908	0,945	0,270	0,720	0,937	0,223
MOD2	0,215	-0,010	0,042	-0,138	0,066	-0,112	0,003	0,060	-0,017	0,014
(t-hit)	1,012	-0,047	0,199	-0,655	0,306	-0,498	0,013	0,274	-0,078	0,067
(sig.)	0,315	0,962	0,843	0,514	0,760	0,620	0,990	0,785	0,938	0,947
$R^2$	0,147	0,106	0,139	0,156	0,127	0,040	0,178	0,089	0,094	0,186
F-hit.	1,963	1,355	1,849	2,111	1,661	0,478	2,475	1,113	1,179	2,614
Sig.	0,070	0,236	0,089	0,052*	0,131	0,848	0,024*	0,363	0,324	0,018*

Sumber: Data Diolah, output regresi

\*\* : Signifikan pada level 1%

\* : Signifikan pada level 5%

Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis kualitas akrua hanya dapat digunakan sebagai variabel *interaksi* pada hari keempat dan ketujuh sejak publikasi laporan keuangan dalam memprediksi *trading volume activity*. Interaksi antara persistensi laba berbasis akrua dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) hanya dapat

digunakan untuk memperlemah hubungan terhadap TVA pada hari ke-tiga (TVA3). Sedangkan pada hari lainnya terbukti tidak signifikan, walaupun uji tanda menghasilkan negatif (memperlemah) hubungan terhadap TVA.

Selama periode tersebut, variabel MODERAT2 secara statistik tidak signifikan mempengaruhi TVA. Hal ini berarti interaksi antara persistensi laba berbasis kualitas akrual dan *earnings smoothing* tidak dapat memperlemah hubungan terhadap TVA. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata persistensi laba berbasis akrual tidak dapat berperan memperlemah hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan TVA. Variabel yang mendominasi regresi adalah *book to market (BM) ratio*, terutama pada TVA 1, 3, 4, 7, dan 8 hari sejak tanggal publikasi laporan. Sedangkan, variabel SIZE tidak signifikan selama periode sembilan hari sejak tanggal publikasi.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut di atas, maka perbandingan antara hasil regresi *interaksi* antara model *utama* dan model *alternatif* disajikan secara ringkas pada Tabel 4.22. Berdasarkan Tabel 4.22 menunjukkan bahwa secara umum model *utama* menghasilkan  $R^2$  dan  $F$ -hitung lebih besar daripada model *alternatif* (*incremental R-square* negatif); terutama pada dua sampai dengan sembilan hari sejak publikasi laporan (TVA2 s/d TVA9) dan pada *AVG.TVA*. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa regresi *interaksi* pada model *utama* lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *alternatif*.

**Tabel 4.22**

**Perbandingan Hasil Regresi *Interaksi*  
Model *Utama* dan Model *Alternatif***

Uraian	Model <i>Utama</i>	Model <i>Alternatif</i>	<i>Incremental R</i> <sup>2</sup>
TVA1			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,111	0,147	0,036
F-hitung	(1,427)	(1,963)	
Sig.	(0,206)	(0,070)*	
TVA2			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,166	0,106	-0,060
F-hitung	(2,275)	(1,355)	
Sig.	(0,036)*	(0,236)	
TVA3			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,162	0,139	-0,023
F-hitung	(2,206)	(1,849)	
Sig.	(0,042)*	(0,089)	
TVA4			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,225	0,156	-0,069
F-hitung	(3,314)	(2,111)	
Sig.	(0,004)**	(0,052)*	
TVA5			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,143	0,127	-0,016
F-hitung	(1,910)	(1,661)	
Sig.	(0,079)	(0,131)	
TVA6			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,129	0,040	-0,089
F-hitung	(1,699)	(0,478)	
Sig.	(0,121)	(0,848)	
TVA7			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,223	0,178	-0,045
F-hitung	(3,280)	(2,475)	
Sig.	(0,004)**	(0,024)*	
TVA8			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,126	0,089	-0,037
F-hitung	(1,642)	(1,113)	
Sig.	(0,136)	(0,363)	
TVA9			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,130	0,094	-0,036
F-hitung	(1,712)	(1,179)	
Sig.	(0,118)	(0,324)	
Avg. TVA			
<i>R</i> <sup>2</sup>	0,254	0,186	-0,068
F-hitung	(3,897)	(2,614)	
Sig.	(0,001)**	(0,018)*	

Sumber : Data diolah, output regresi

\*\* : Signifikan pada level 1%

\* : Signifikan pada level 5%

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa *net income before extraordinary items* (NIBE) lebih tepat digunakan untuk mengukur persistensi laba daripada berbasis kualitas akrual. Hasil pengujian ini didukung oleh konsep persistensi laba bahwa laba yang persisten adalah laba yang diperoleh dari aktivitas operasi selama perusahaan tersebut beraktivitas secara normal.

#### **4.1.3. Hasil Pengujian Hipotesis**

##### **4.1.3.1. Hasil Pengujian Hipotesis Model *Pertama***

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka uji hipotesis pada Model *Pertama* adalah menguji variabel-variabel independen yang terdiri dari variabel persistensi laba, *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1), dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2) diregres pada *cost of equity*. Secara rinci, hasil pengujian hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut.

##### **4.1.3.1.1. Uji Hipotesis 1 (H1)**

Pada hipotesis pertama (H1) dinyatakan bahwa *earnings aggressiveness* berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien regresi pada variabel *earnings aggressiveness* sebesar

0,521; dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $t = 4,477$ ;  $sig.0,000$ ). Hasil tersebut dapat dimaknai bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*) berbasis *dividend growth*.

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

#### 4.1.3.1.2. Uji Hipotesis 2 (H2)

Pada hipotesis dua (H2) dirumuskan bahwa *earnings smoothing* berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa *earnings smoothing* terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien regresi pada variabel *earnings smoothing* sebesar 0,620; dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $t = 2,639$ ;  $sig.0,010$ ). Hasil tersebut dapat dimaknai bahwa *earnings smoothing* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 2 (H2) yang dirumuskan bahwa *earnings smoothing* berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas (*cost of equity*), **diterima**.

#### 4.1.3.1.3.Uji Hipotesis 3 (H3)

Pada hipotesis tiga (H3) dinyatakan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap biaya modal (*cost of equity*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa persistensi laba terbukti mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien regresi pada variabel persistensi laba sebesar 0,523; dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $t = 5,530$ ;  $sig.0,000$ ). Hasil tersebut dapat dimaknai bahwa persistensi laba signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 3 (H3) yang dirumuskan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap *cost of equity*, **diterima**.

#### 4.1.3.1.4.Uji Hipotesis 4 (H4)

Pada hipotesis empat (H4) dinyatakan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan bahwa pada variabel MODERAT1 mempunyai tanda negatif dan secara statistik signifikan; dimana  $t_{hitung}$  sebesar  $-4,513$  dan level signifikansi kurang dari 1% ( $t = -4,513$ ;  $sig.0,000$ ).

Koefisien regresi sebesar  $-0,636$  pada MODERAT1 merupakan koefisien terbesar dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya yang



dimasukkan ke dalam model regresi. Dengan kata lain, variabel MODERAT1 adalah variabel yang dominan mempengaruhi *cost of equity* (berbasis *dividend growth model*).

Hasil pengujian tersebut mengandung makna bahwa kehadiran persistensi laba (berbasis NIBE) sebagai variabel moderating mampu memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan keaburan (*opacity*) yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* terhadap *cost of equity* (berbasis *dividend growth model*). Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 4 (H4) yang dirumuskan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*, **diterima**.

#### 4.1.3.1.5. Uji Hipotesis 5 (H5)

Pada hipotesis lima (H5) dirumuskan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa persistensi laba secara signifikan *memperlemah* (menurunkan) pengaruh *earnings smoothing* terhadap *cost of equity*. Hal ini ditunjukkan bahwa pada variabel MODERAT2 mempunyai tanda negatif dan secara statistik signifikan; dimana *t-hitung* sebesar -2,162 dan level signifikansi kurang dari 5% ( $t = -2,162$ ; *sig.*0,034).

Hasil pengujian tersebut mengandung makna bahwa kehadiran persistensi laba (berbasis NIBE) sebagai variabel *moderating* mampu

memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan kekaburan (*opacity*) yang disebabkan oleh *earnings smoothing* terhadap *cost of equity* (berbasis *dividend growth model*). Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 5 (H5) yang dirumuskan bahwa persistensi laba memperlemah hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*, **diterima**.

#### **4.1.3.2. Hasil pengujian Hipotesis Model Kedua**

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan pada Model *Kedua* adalah menguji variabel-variabel independen yang terdiri dari variabel persistensi laba, *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1), dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2) diregres pada *trading volume activity*. Secara rinci, hasil pengujian hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut.

##### 4.1.3.2.1. Uji Hipotesis 6 (H6)

Pada hipotesis enam (H6) dirumuskan bahwa *earnings aggressiveness* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Secara rata-rata (*AVG.TVA*) hipotesis tersebut terbukti pada level 1% ( $t = -3,517$ ; *sig.* 0,001). Pada *TVA2*, *TVA3*, *TVA4* dan *TVA7* juga menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity* pada level 1%. Hal ini ditunjukkan oleh uji *t*-statistik untuk *TVA2* ( $t = -2,734$ ; *sig.* 0,008); *TVA3* ( $t = -3,051$ ; *sig.*

0,003); *TVA4* ( $t = -3,097$ ; *sig.* 0,003); dan *TVA7* ( $t = -2,735$ ; *sig.* 0,008). Sedangkan pada *TVA6* dan *TVA8 earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity* pada level 5%, masing-masing untuk *TVA6* ( $t = -2,227$ ; *sig.* 0,029); dan *TVA8* ( $t = -2,312$ ; *sig.* 0,023). Sementara pada *TVA1*, *TVA5* dan *TVA9* secara statistik tidak signifikan; tetapi hasil uji tanda (*negatif*) sesuai dengan prediksi.

Hasil ini mengindikasikan bahwa *earnings aggressiveness* mengandung kekaburan laba (*earnings opacity*), sehingga para pelaku pasar (investor) segera melakukan reaksi negatif terhadap praktek keagresifan laba (konsisten dengan asumsi *kedua*). Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 6 (H6) yang dirumuskan bahwa *earnings aggressiveness* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*, **diterima**.

#### 4.1.3.2.2. Uji Hipotesis 7 (H7)

Pada hipotesis tujuh (H7) dirumuskan bahwa *earnings smoothing* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity* (TVA). Hasil pengujian menunjukkan bahwa *earnings smoothing* berpengaruh positif pada *TVA1*, *TVA2*, dan *TVA3*; sedangkan sejak empat sampai dengan sembilan hari tanggal pengumuman laporan (*TVA4* sampai dengan *TVA9* dan *AVG.TVA*) berpengaruh negatif tetapi secara statistik tidak signifikan. Hasil pengujian tersebut ditunjukkan oleh uji *t*-statistik untuk *TVA1* ( $t = 0,231$ ; *sig.* 0,818); *TVA2* ( $t = 0,993$ ; *sig.* 0,324); dan *TVA3* ( $t = 0,580$ ; *sig.*

0,564). Sedangkan pada *TVA4* menghasilkan tanda negatif ( $t = -0,014$ ; *sig.* 0,989); *TVA5* ( $t = -0,169$ ; *sig.* 0,866); *TVA6* ( $t = -0,392$ ; *sig.* 0,696); *TVA7* ( $t = -0,360$ ; *sig.* 0,720); *TVA8* ( $t = -0,633$ ; *sig.* 0,528); *TVA9* ( $t = -1,509$ ; *sig.* 0,135); dan *AVG.TVA* ( $t = -0,210$ ; *sig.* 0,834).

Hasil uji tersebut mengindikasikan bahwa *earnings smoothing* yang dilakukan oleh manajemen tidak membawa keinformasian laba, sehingga tidak direaksi oleh pasar (konsisten dengan asumsi *pertama*). Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis 7 (H7) yang dirumuskan bahwa *earnings smoothing* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*; **terbukti**, namun secara statistik tidak signifikan (terutama sejak empat sampai dengan sembilan hari sejak publikasi laporan keuangan). Dengan demikian hipotesis 7 (H7) secara statistik **ditolak (tidak dapat diterima)**.

#### 4.1.3.2.3. Uji Hipotesis 8 (H8)

Pada hipotesis delapan (H8) dirumuskan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap *trading volume activity* (TVA). Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada seluruh TVA secara statistik tidak signifikan. Bahkan hampir seluruh TVA (kecuali *TVA7*) menunjukkan tanda negatif. Masing-masing *TVA* mempunyai nilai *t-hitung* dan signifikansi (*sig.*) sebagai berikut. Pada *TVA1* mempunyai nilai ( $t = -0,350$ ; *sig.* 0,727), *TVA2* ( $t = -1,300$ ; *sig.* 0,197), *TVA3* ( $t = -0,544$ ; *sig.* 0,588), *TVA4* ( $t = -1,311$ ; *sig.* 0,194), *TVA5* ( $t = -0,219$ ; *sig.* 0,827), *TVA6* ( $t = -1,421$ ; *sig.* 0,159), *TVA8* ( $t = -0,806$ ; *sig.* 0,423), *TVA9* ( $t = -0,419$ ; *sig.* 0,677), dan

*AVG.TVA* ( $t = -0,952$ ; *sig.* 0,344). Sedangkan pada *TVA7* menghasilkan koefisien positif dengan nilai  $t = 0,621$  (*sig.* 0,536).

Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa laba yang terkandung dalam NIBE tidak membawa keinformasian laba, sehingga tidak direaksi oleh pasar (konsisten dengan asumsi *pertama*). Bahkan selama sembilan hari (kecuali hari ke-tujuh) NIBE mengarah pada kekaburan laba (ditunjukkan oleh uji tanda negatif). Sedangkan pada hari ke-tujuh sejak publikasi laporan keuangan, NIBE mengarah pada persistensi laba (ditunjukkan dengan hasil uji tanda positif), tetapi tidak signifikan. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa pelaku pasar tidak melakukan reaksi atas publikasi laporan keuangan yang terkandung dalam persistensi laba (berbasis NIBE), terutama dalam bentuk transaksi perdagangan saham (*trading volume activity*).

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis 8 (H8) tersebut dapat disimpulkan bahwa persistensi laba berpengaruh positif terhadap *trading volume activity*, ***ditolak (tidak dapat diterima)***.

#### 4.1.3.2.4. Uji Hipotesis 9 (H9)

Pada hipotesis sembilan (H9) dirumuskan bahwa persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa secara rata-rata persistensi laba berbasis NIBE sebagai variabel moderating dapat berperan

memoderasi (khususnya *memperkuat*) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity (TVA)*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel MODERAT1 mempunyai nilai koefisien positif. Secara rinci, masing-masing *TVA* menghasilkan koefisien regresi dan nilai *t-hitung* sebagai berikut. Pada *TVA1* menghasilkan koefisien sebesar 0,309 ( $t = 1,618$ ; *sig.* 0,110); *TVA2* sebesar 0,627 ( $t = 3,389$ ; *sig.* 0,001); *TVA3* sebesar 0,572 ( $t = 3,087$ ; *sig.* 0,003); *TVA4* sebesar 0,638 ( $t = 3,579$ ; *sig.* 0,001); *TVA5* sebesar 0,295 ( $t = 1,575$ ; *sig.* 0,119); *TVA6* sebesar 0,555 ( $t = 2,940$ ; *sig.* 0,004); *TVA7* sebesar 0,459 ( $t = 2,573$ ; *sig.* 0,012); *TVA8* sebesar 0,450 ( $t = 2,377$ ; *sig.* 0,020); *TVA9* sebesar 0,345 ( $t = 1,875$ ; *sig.* 0,065); dan *AVG.TVA* sebesar 0,660 ( $t = 3,773$ ; *sig.* 0,000).

Berdasarkan hasil tersebut mengindikasikan bahwa persistensi laba berperan memoderasi, terutama *memperkuat* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*. Sementara, hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity* secara umum menghasilkan tanda negatif. Interaksi tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh terhadap *trading volume activity* lebih didominasi oleh *earnings aggressiveness* daripada persistensi laba. *Earnings aggressiveness* yang lebih dominan tersebut mengakibatkan persistensi laba tidak mampu *memperlemah*; tetapi justru *memperkuat* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*.

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis 9 (H9) tersebut dapat disimpulkan bahwa persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*, **diterima**.

#### 4.1.3.2.5. Uji Hipotesis 10 (H10)

Pada hipotesis 10 (H10) dirumuskan bahwa persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity* (TVA). Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings smoothing* (MODERAT2) secara statistik tidak signifikan memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Namun dilihat dari hasil uji tanda menunjukkan bahwa persistensi laba dapat berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*, khususnya pada satu sampai dengan empat hari sejak publikasi (*TVA1 s/d TVA4*). Sedangkan pada lima sampai dengan sembilan hari sejak publikasi (*TVA5 s/d TVA9*) dan pada *AVG.TVA*, persistensi laba berperan *memperkuat* hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity* (TVA).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel MODERAT2 pada *TVA1 s/d TVA4* mempunyai nilai koefisien negatif. Secara rinci, masing-masing *TVA* menghasilkan koefisien regresi dan nilai *t*-hitung sebagai berikut. Pada *TVA1* menghasilkan koefisien sebesar -0,027 ( $t = -0,184$ ; sig. 0,885); *TVA2* sebesar -0,188 ( $t = -1,326$ ; sig. 0,188); *TVA3* sebesar -0,095 ( $t = -0,670$ ; sig. 0,505); *TVA4* sebesar -0,019 ( $t = 0,136$ ; sig. 0,892).

Sedangkan pada lima sampai dengan sembilan hari sejak publikasi (*TVAs* s/d *TVAs9*) dan *AVG.TVA* menunjukkan bahwa variabel MODERAT2 mempunyai koefisien dan nilai *t*-hitung positif seperti berikut. Pada *TVAs* koefisien regresi sebesar 0,168 ( $t = 1,167$ ; *sig.* 0,247); *TVAs6* sebesar 0,011 ( $t = 0,074$ ; *sig.* 0,941); *TVAs7* sebesar 0,021 ( $t = 0,150$ ; *sig.* 0,881); *TVAs8* sebesar 0,055 ( $t = 0,381$ ; *sig.* 0,704); *TVAs9* sebesar 0,087 ( $t = 0,600$ ; *sig.* 0,550); dan *AVG.TVA* sebesar 0,001 ( $t = 0,011$ ; *sig.* 0,991).

Berdasarkan hasil tersebut mengindikasikan bahwa selama empat hari sejak hari pertama publikasi laporan, persistensi laba mengarah pada fungsi interaksi yang *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*. Sedangkan sejak hari ke-lima, persistensi laba mengarah pada fungsi interaksi yang *memperkuat* hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*; namun fungsi interaksi tersebut secara statistik tidak signifikan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pasar tidak bereaksi (dalam hal ini *trading volume activity*) terhadap interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing*, bahkan mengarah pada keaburan laba.

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis 10 (H10) tersebut dapat disimpulkan bahwa persistensi laba memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*, ***ditolak (tidak dapat diterima)***.

## 4.2. Pembahasan



Pada sub-bab ini disajikan pembahasan hasil penelitian terhadap pengujian pada Model *Pertama* (variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity*), Model *Kedua* (variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity*), pembahasan pengujian hipotesis, dan ringkasan hasil temuan. Secara mendalam, pembahasan hasil penelitian disajikan berikut.

#### **4.2.1. Pembahasan Pengujian Model *Pertama***

Pada sub-bab ini disajikan pembahasan hasil penelitian yang mencakup pembahasan uji model, pembahasan uji konsep pengukuran, dan kesimpulan. Pembahasan uji model menyajikan pembahasan pemilihan model terbaik; sedangkan pembahasan uji konsep pengukuran menyajikan pembahasan mengenai prosedur konsep pengukuran persistensi laba dan *cost of equity*. Prosedur pemilihan model terbaik dilakukan dengan cara membandingkan antara model *pure moderator*, *quasi moderator*, dan model *kontekstual*.

Pada pembahasan uji konsep pengukuran persistensi laba dilakukan dengan membandingkan antara persistensi laba berbasis NIBE dan berbasis kualitas akrual. Sedangkan uji konsep pengukuran *cost of equity* dilakukan dengan membandingkan antara hasil uji *cost of equity* berbasis *dividend growth* dan *price earnings growth model*. Secara rinci, pembahasan hasil penelitian tersebut disajikan berikut.

#### 4.2.1.1. Pembahasan Hasil Uji Model

Pada sub-bab ini disajikan pembahasan mengenai prosedur pemilihan model terbaik dengan membandingkan hasil regresi berdasarkan uji model *pure moderator*, *quasi moderator*, dan *kontekstual* seperti disajikan berikut.

##### 4.2.1.1.1. Pembahasan Hasil Uji Model *Pure Moderator*

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya menunjukkan bahwa model *pure moderator* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,362 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 7,945$ ;  $sig. 0,000$ ). Hasil uji tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan prediksi sebesar 36,2% terhadap *cost of equity*. Namun demikian, secara parsial hanya ada dua variabel yang secara statistik signifikan mempengaruhi *cost of equity*, yaitu variabel persistensi laba (NIBE) signifikan pada level 1% ( $t = 4,139$ ;  $0,000$ ) dan SIZE signifikan pada level 5% ( $t = 2,358$ ;  $0,021$ ). Sedangkan variabel interaksi (MODERAT1 dan MODERAT2) tidak signifikan.

Hasil uji model tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE tidak dapat digunakan sebagai variabel moderating, khususnya tipe *pure moderator*. Sharma *et al.* (1981) menunjukkan bahwa jika variabel pemoderasi (dalam hal ini persistensi laba berbasis NIBE) secara individual signifikan, maka model *pure moderator* tidak tepat untuk memprediksi variabel *criterion* (dalam hal ini biaya ekuitas); sebaliknya variabel interaksi (MODERAT1 dan MODERAT2) seharusnya signifikan. Ketidak-berartian NIBE sebagai *pure moderator* mengindikasikan bahwa laporan laba yang

terkandung dalam NIBE, *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* saling berinteraksi satu sama lain dalam mempengaruhi *cost of equity*.

#### **4.2.1.1.2. Pembahasan Hasil Uji Model *Quasi Moderator***

Pada model *quasi moderator* ini mengacu pada Sharma *et al.* (1981) dan peneliti sebelumnya, misalnya Tucker dan Zarowin (2006). Sharma *et al.* (1981) menunjukkan bahwa variabel-variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi meliputi prediktor, moderator, dan interaksi antara prediktor dan moderator. Jika variabel moderator dan variabel interaksi antara prediktor dan moderator secara statistik signifikan mempengaruhi variabel *criterion* (dependen), maka model tersebut merupakan *quasi moderator*.

Pada penelitian ini, persistensi laba berbasis NIBE digunakan sebagai variabel moderator; sedangkan variabel prediktornya terdiri dari *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Model *quasi moderator* berbasis *interaksi* ini digunakan untuk menguji apakah persistensi laba berbasis NIBE mengandung keinformasian yang lebih (*more informativeness*) untuk mempengaruhi *cost of equity*. Jika NIBE mengandung keinformasian laba yang terkandung dalam *cost of equity* (di-proxy dengan *dividend growth model*), maka NIBE mampu menurunkan keaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*.

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya menunjukkan bahwa model *quasi moderator* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,528 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 10,887$ ; *sig.* 0,000). Hasil uji tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen yang

dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan prediksi sebesar 52,8% terhadap *cost of equity*.

Secara parsial hampir semua variabel yang dimasukkan ke dalam model secara statistik signifikan mempengaruhi *cost of equity*. Variabel moderator, prediktor, dan interaksi antara prediktor dan moderator secara statistik signifikan mempengaruhi variabel *criterion* (dependen). Hampir semua variabel tersebut signifikan pada level 1%; kecuali variabel MODERAT2 signifikan pada level 5%. Persistensi laba mempunyai koefisien regresi sebesar 0,523 ( $t = 5,530$ ; *sig.* 0,000), *earnings aggressiveness* sebesar 0,521 ( $t = 4,477$ ; *sig.* 0,000), *earnings smoothing* sebesar 0,620 ( $t = 2,639$ ; *sig.* 0,010), MODERAT1 sebesar -0,636 ( $t = -4,513$ ; *sig.* 0,000), dan MODERAT2 sebesar -0,506 ( $t = -2,162$ ; *sig.* 0,034).

Hasil uji model tersebut mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE lebih tepat digunakan sebagai variabel *moderating*, khususnya sebagai *quasi moderator* yang berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Hasil pengujian ini sesuai dengan kerangka pemikiran teoritis yang diusulkan dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini juga didukung oleh konsep variabel moderator (Sharma *et al.*, 1981) dan model dari hasil penelitian sebelumnya (Tucker dan Zarowin, 2006).

Berdasarkan hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE membawa keinformasian laba yang terkandung dalam biaya ekuitas berbasis dividen. Hasil interaksi antara NIBE dengan *earnings*

*aggressiveness* dan *earnings smoothing* mengindikasikan bahwa persistensi laba yang tercermin dalam NIBE mampu menurunkan keaburan laba (*earnings opacity*) yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Sebagai laba yang persisten, NIBE mengandung keinformasian laba mengenai pertumbuhan dividen. Hasil ini juga didukung oleh asumsi bahwa besarnya tingkat kembalian yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh investor tergantung pada besarnya dividen yang dibayarkan oleh pihak manajemen kepada para pemegang saham.

#### **4.2.1.1.3. Pembahasan Hasil Uji Model Kontekstual**

Pada penelitian ini, variabel yang dimasukkan ke dalam model kontekstual terdiri dari *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, BM, SIZE, interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1), dan interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2) diregres pada *cost of equity*. Uji model ini dimaksudkan untuk memperluas uji model pemoderasi (*moderating*) mana yang lebih kuat (*robust*), apakah model interaksi ataukah model kontekstual.

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya menunjukkan bahwa model kontekstual menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,316 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 5,323$ ;  $sig. 0,000$ ). Hasil uji tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan prediksi sebesar 31,6% terhadap *cost of equity*.

Secara parsial, variabel yang secara statistik signifikan mempengaruhi *cost of equity* adalah *earnings aggressiveness*, *BM*, dan MODERAT1. Tiga variabel tersebut mempunyai koefisien regresi dan nilai *t*-hitung sebagai berikut. *Earnings aggressiveness* mempunyai koefisien regresi sebesar 0,499 ( $t = 3,253$ ; *sig.* 0,002), *BM* sebesar -0,470 ( $t = -3,457$ ; *sig.* 0,001), dan MODERAT1 sebesar -0,476 ( $t = -2,887$ ; *sig.* 0,005). Sedangkan tiga variabel lainnya yaitu *earnings smoothing*, *SIZE*, dan MODERAT2 secara statistik tidak signifikan. *Earnings smoothing* mempunyai koefisien regresi sebesar 0,319 ( $t = 1,166$ ; *sig.* 0,248), *SIZE* sebesar 0,194 ( $t = 1,712$ ; *sig.* 0,091), MODERAT2 sebesar -0,188 ( $t = -0,692$ ; *sig.* 0,491).

Hasil uji tanda negatif pada variabel interaksi (MODERAT1 dan MODERAT2) mengindikasikan bahwa variabel interaksi (MODERAT1) berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*; dan MODERAT2 berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Hasil uji tanda pada model *kontekstual* ini menghasilkan uji tanda yang sama dengan model *interaksi*. Hal ini mengindikasikan bahwa model *moderating* tepat digunakan untuk memprediksi *cost of equity*. Namun demikian, model *interaksi* terbukti lebih kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*.

#### **4.2.1.1.4. Kesimpulan Pembahasan Hasil Uji Pemilihan Model**

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa model *quasi moderator* berbasis *interaksi* terbukti lebih kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Persistensi laba berbasis NIBE lebih tepat sebagai *quasi*

*moderator* daripada *pure moderator* untuk memprediksi biaya ekuitas berbasis dividen. Hasil penelitian ini juga didukung oleh teori dan hasil penelitian sebelumnya. Teori mengasumsikan bahwa laba dinyatakan sebagai laba yang persisten (*persistence of earnings*) apabila laba tersebut dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang. Hasil pengujian ini didukung oleh peneliti sebelumnya, misalnya Tucker dan Zarowin (2006) menunjukkan bahwa model *interaksi* lebih *robust* daripada model *direct*. Tucker dan Zarowin menemukan bahwa interaksi antara *income smoothing* dan *earnings per share (IS\*EPS)* memberikan keinformasian laba yang lebih (*more informativeness of earnings*) yang terkandung dalam *dividend stock return* daripada hanya menggunakan *earnings per share*.

Hasil uji model tersebut memberikan kontribusi praktis bagi manajemen dalam menyajikan laporan keuangan (khususnya laporan laba). Manajemen menggunakan laba dari aktivitas normal (*net income before extraordinary items, NIBE*) sebagai sinyal pertumbuhan dividen, dan selanjutnya sebagai dasar pengukuran *cost of equity*. Manajemen dapat menggunakan kebijakan akrual yang melahirkan *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*, namun tetap mengutamakan NIBE sebagai laba yang persisten.

#### **4.2.1.2. Pembahasan Hasil Uji Konsep Pengukuran**

Sesuai dengan teori dan konsep yang telah disajikan pada bab sebelumnya, maka uji konsep pengukuran pada penelitian ini dikelompokkan ke dalam dua konsep pengukuran yaitu konsep pengukuran persistensi laba

dan konsep pengukuran *cost of equity*. Pada pembahasan hasil uji konsep pengukuran persistensi laba dilakukan dengan membandingkan hasil uji antara laba berbasis NIBE dan berbasis kualitas akrual. Sedangkan pembahasan hasil uji konsep pengukuran *cost of equity* dilakukan dengan membandingkan hasil uji antara *cost of equity* berbasis *dividend growth* dan berbasis *price earnings growth model*. Pembahasan hasil uji konsep pengukuran tersebut disajikan berikut.

#### **4.2.1.2.1. Pembahasan Hasil Uji Konsep Pengukuran Persistensi Laba**

Hasil pengujian peran persistensi laba berbasis NIBE terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model* telah disajikan pada bab sebelumnya. Berdasarkan hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,528 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 10,887$ ;  $sig. 0,000$ ). Sedangkan hasil pengujian peran persistensi laba berbasis kualitas akrual (PRST.AKRU) terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,295 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 4,063$ ;  $sig. 0,001$ ).

Berdasarkan perbandingan hasil pengujian tersebut, maka persistensi laba berbasis NIBE menghasilkan nilai  $R^2$  lebih besar daripada berbasis kualitas akrual (nilai  $R^2 = 0,528 > 0,295$ ). Secara parsial, persistensi laba berbasis kualitas akrual juga terbukti tidak signifikan untuk memprediksi *cost*



*of equity* berbasis *dividend growth*. Variabel interaksi antara laba berbasis kualitas akrual dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) secara statistik juga tidak signifikan mempengaruhi *cost of equity*, walaupun berperan *memperlemah* hubungan (menghasilkan uji tanda negatif). Sedangkan variabel interaksi antara laba berbasis kualitas akrual dan *earnings smoothing* (MODERAT2) secara statistik signifikan mempengaruhi *cost of equity*, tetapi berperan *memperkuat* hubungan (menghasilkan uji tanda positif). Hasil ini mengindikasikan bahwa laba berbasis kualitas akrual tidak mampu *memperlemah* tetapi justru *memperkuat* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut disimpulkan bahwa NIBE lebih tepat digunakan untuk mengukur konsep persistensi laba daripada kualitas akrual. Hasil pengujian ini didukung oleh teori yang menyatakan bahwa NIBE merupakan laba yang diperoleh selama perusahaan beraktivitas secara normal. Sedangkan akrual merupakan salah satu bagian dari komponen NIBE; dimana NIBE adalah jumlah dari akrual dan arus kas operasi. Hasil pengujian ini juga didukung oleh Francis *et al.* (2004) menemukan bahwa NIBE secara signifikan berpengaruh positif terhadap *dividend stock return*. Wilson (1987) juga menemukan bahwa NIBE mempunyai kemampuan *incremental* daripada total akrual dan arus kas operasi.

#### **4.2.1.2.2. Pembahasan Hasil Uji Konsep Pengukuran *Cost of Equity***

Sesuai dengan teori dan konsep yang telah disajikan pada bab sebelumnya dinyatakan bahwa *cost of equity* dapat diukur dengan dua

pendekatan, yaitu *cost of equity* berbasis *dividend growth* dan berbasis *price earnings growth*. Pada sub-bab ini disajikan pembahasan hasil uji konsep pengukuran *cost of equity*. Hal ini dimaksudkan untuk menentukan *proxy* mana yang lebih tepat digunakan untuk mengukur *cost of equity*, apakah berbasis *dividend growth* ataukah berbasis *price earnings growth model*. Perbandingan hasil uji pengukuran *cost of equity* tersebut didasarkan pada model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* dan persistensi laba berbasis NIBE. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* terbukti lebih tepat daripada model *pure moderator* dan lebih baik atau kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa NIBE terbukti lebih tepat sebagai *proxy* pengukuran persistensi laba daripada berbasis kualitas akrual.

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya (model *utama*) menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE terbukti mampu memprediksi *cost of equity* berbasis *dividend growth model* dengan nilai  $R^2$  sebesar 0,528 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 10,887$ ; *sig.* 0,000). Sedangkan hasil pengujian pada model *alternatif 2* menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE terbukti tidak mampu memprediksi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* dengan nilai  $R^2$  sebesar 0,048 dan secara statistik tidak signifikan ( $F = 0,489$ ; *sig.* 0,839). Perbandingan hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa *dividend growth model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pengukuran *cost of equity* daripada pendekatan *price earnings growth model*.

Hasil pengujian tersebut didukung oleh peneliti terdahulu, misalnya Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *earnings persistence* berpengaruh positif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Fama dan French (2002) juga menunjukkan bahwa pendekatan *dividend growth model* memberikan hasil prediksi yang lebih baik dan stabil daripada pendekatan *earnings growth model* maupun *average return growth model* untuk memprediksi *expected rate of return*.

Hasil uji ini juga didukung oleh teori dan konsep penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Pada konsep ini diasumsikan bahwa besarnya tingkat kembalian yang disyaratkan (*required rate of return*) tergantung pada besarnya dividen yang dibayar oleh manajemen kepada para pemegang saham. Sesuai dengan *signaling theory*, manajemen menyajikan laporan laba (khususnya laba dari aktivitas normal, NIBE) sebagai sinyal pertumbuhan dividen. Selanjutnya, dividen yang dibayarkan tersebut, bagi manajemen digunakan sebagai dasar penentuan biaya ekuitas (*cost of equity*). Berdasarkan hasil pengujian yang didukung oleh teori dan konsep pengukuran, serta hasil penelitian terdahulu, maka dapat disimpulkan bahwa *dividend growth model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pengukuran *cost of equity* daripada pendekatan *price earnings growth model*.

#### **4.2.1.3. Kesimpulan Hasil Uji Konsep Pengukuran**

Berdasarkan hasil uji konsep pengukuran persistensi laba disimpulkan bahwa laba dari aktivitas normal (*net income before extraordinary items*,

*NIBE*) lebih tepat digunakan sebagai *proxy* pengukuran persistensi laba daripada pendekatan berbasis kualitas akrual. Kesimpulan tersebut didukung oleh teori/ konsep persistensi laba, hasil penelitian terdahulu, dan fenomena yang terjadi di Indonesia. Secara konseptual, persistensi laba merupakan laba yang dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis *NIBE* mempunyai kemampuan prediksi lebih besar terhadap *cost of equity* daripada berbasis kualitas akrual. Peneliti sebelumnya, misalnya Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *NIBE* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Wilson (1987) juga menunjukkan bahwa *NIBE* mempunyai kandungan *incremental* terhadap *dividend yield* daripada akrual dan arus kas operasi.

Hasil uji konsep pengukuran *cost of equity* menunjukkan bahwa pendekatan *dividend growth model* merupakan *proxy* yang lebih tepat daripada pendekatan berbasis *price earnings growth model*. Kesimpulan ini didukung oleh teori/ konsep penentuan *cost of equity*, dan hasil penelitian terdahulu. Pendekatan *dividend growth model* sebagai penentu *cost of equity* didasarkan pada asumsi bahwa *required rate of return* tergantung pada besarnya dividen yang dibayarkan oleh pihak manajemen kepada para pemegang saham. Hasil pengujian juga didukung oleh peneliti terdahulu, seperti Fama dan French (2002) menunjukkan bahwa pendekatan *dividend growth model* menghasilkan kemampuan prediksi yang lebih baik dan stabil daripada pendekatan *earnings growth* maupun *average return growth model*.

#### 4.2.1.4. Kesimpulan Hasil Model *Pertama*

Berdasarkan hasil uji model dan uji konsep pengukuran yang telah disajikan di atas, maka pembahasan hasil model *pertama*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* dapat disimpulkan berikut.

*Pertama*, model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* merupakan model yang lebih tepat daripada model *pure moderator* dan merupakan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model regresi *kontekstual*. Kekuatan model *interaksi* tersebut terutama digunakan untuk menguji peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *cost of equity*. Hasil uji model menunjukkan bahwa persistensi laba berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*; dan *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

*Kedua*, laba berbasis NIBE terbukti lebih persisten daripada berbasis kualitas akrual untuk memprediksi *cost of equity*. Hasil pengujian didukung oleh konsep pengukuran persistensi laba bahwa laba saat ini dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang. Standar deviasi residual NIBE terbukti lebih kecil daripada standar deviasi residual kualitas akrual. NIBE juga terbukti dapat digunakan sebagai *sinyal* pertumbuhan dividen yang dicerminkan oleh *cost of equity* berbasis *dividend growth model*.

*Ketiga*, *cost of equity* berbasis *dividend growth model* terbukti lebih tepat daripada berbasis *price earnings growth model*. Hasil pengujian didukung oleh konsep pengukuran *cost of equity* yang menyatakan bahwa tingkat

kembalian yang disyaratkan oleh investor (*required rate of return*) sangat tergantung dari besarnya dividen yang dibayarkan oleh pihak manajemen kepada para pemegang saham.

*Keempat*, hasil penelitian ini didukung oleh *agency theory*, terutama kebijakan manajemen yang didasari oleh motivasi *signaling*. Laporan keuangan (khususnya laporan laba) yang tercermin dalam NIBE digunakan oleh manajemen sebagai *sinyal* untuk mempengaruhi *dividend growth*. Selanjutnya, *dividend growth* digunakan oleh manajemen sebagai dasar penentuan *cost of equity*.

Variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model *utama* juga terbukti signifikan. *Book-to-market ratio* sebagai variabel kontrol secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mempunyai rasio BM semakin rendah, maka pertumbuhan dividen semakin tinggi. Namun jika pengukuran *cost of equity* didasarkan pada pendekatan *price earnings growth model*, maka BM secara signifikan berpengaruh positif. Hasil tersebut sesuai dengan argumentasi yang menyatakan bahwa 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 hubungan antara B/M dan *cost of equity* adalah positif. Sebaliknya, jika *proxy cost of equity* menggunakan variabel pertumbuhan

perusahaan, misalnya pertumbuhan dividen (*dividend growth*), maka hubungan antara B/M dan *cost of equity* adalah negatif.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh peneliti terdahulu. Misalnya, Tucker dan Zarowin (2006) menunjukkan bahwa rasio *BM* signifikan berpengaruh negatif terhadap *dividend yield*. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa pada *base model*, rasio *BM* signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Sementara, pada *base model plus* variabel kontrol bawaan (*innate*), menunjukkan bahwa *BM* terbukti tidak signifikan. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel *BM* sangat sensitive terhadap variabel kontrol lain yang dimasukkan ke dalam model regresi. Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian lebih lanjut mengenai pengaruh *BM* terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth*.

Sedangkan besaran perusahaan (*SIZE*) diukur dari *log* aktiva (*assets*) secara marjinal ( $t = 1,956$ ; *sig.* 0,055) berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan peneliti terdahulu. Misalnya, Easton (2004) dan Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *SIZE* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *cost of equity capital*. Sementara Easton dan Monahan (2005) menunjukkan bahwa *SIZE* tidak signifikan terhadap *cost of capital*. Perbedaan hasil penelitian ini antara lain disebabkan oleh pengukuran *SIZE*. Para peneliti tersebut mengukur *SIZE* dengan *proxy log market value*; sedangkan pada penelitian ini *SIZE* di-*proxy* dengan *log assets*. Hal ini didasarkan pada argumentasi bahwa manajemen melalui

kebijakan akrual dapat meningkatkan nilai asset perusahaan. Sesuai dengan motivasi *signaling*, peningkatan nilai asset merupakan sinyal terhadap besaran perusahaan (*SIZE*). Jika *SIZE* meningkat, diharapkan laba perusahaan meningkat. Selanjutnya, peningkatan laba perusahaan akan meningkatkan pertumbuhan dividen. Jika *dividend growth model* digunakan sebagai *proxy cost of equity*, maka *SIZE* berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

*Size* atau besaran perusahaan di-*proxy* dengan *log total assets* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Hasil ini mengindikasikan bahwa manajemen melakukan kebijakan akrual untuk meningkatkan total assets dalam rangka meningkatkan kemakmuran pemegang saham yang dicerminkan oleh *dividend growth*. *Size* di-*proxy* dengan *log market capitalization* juga signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*. Dengan demikian *size* berbasis *market capitalization* sangat tergantung dari reaksi pasar. Jika pasar bereaksi positif terhadap perusahaan, maka *size* semakin besar dan selanjutnya meningkatkan *price-to-earnings ratio*.

#### **4.2.2. Pembahasan Pengujian Model Kedua**

Pada sub-bab ini disajikan pembahasan hasil penelitian yang mencakup pembahasan hasil uji model, dan kesimpulan pembahasan hasil uji model *kedua*. Pembahasan hasil uji model menyajikan pembahasan mengenai hasil uji pemilihan model terbaik terhadap variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity* (TVA). Prosedur pemilihan model



terbaik dilakukan dengan cara membandingkan antara model *pure moderator*, *quasi moderator* dan model *kontekstual*. Secara rinci, pembahasan hasil penelitian tersebut disajikan berikut.

#### **4.2.2.1. Pembahasan Hasil Uji Model**

Pembahasan hasil uji model pada model *kedua* ini juga menggunakan prosedur pembahasan pada model *pertama*, yaitu meliputi pembahasan mengenai hasil regresi model *pure moderator*, *quasi moderator* dan *kontekstual* seperti disajikan berikut.

##### **4.2.2.1.1. Pembahasan Hasil Uji Model *Pure Moderator***

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya menunjukkan bahwa model *pure moderator* pada TVA4, TVA7 dan AVGTVA menghasilkan nilai  $R^2$  masing-masing sebesar 0,132 ( $F = 2,487$ ;  $sig. 0,038$ ); 0,229 ( $F = 4,870$ ;  $sig. 0,001$ ); dan 0,139 ( $F = 2,648$ ;  $sig. 0,029$ ). Sedangkan pada TVA lainnya terbukti secara statistik tidak signifikan. Hasil uji tersebut mengindikasikan bahwa selama tujuh dari sembilan hari sejak publikasi laporan, model *pure moderator* tidak dapat digunakan untuk memprediksi *trading volume activity* (TVA). Selama periode tersebut, tak satupun variabel moderator dan interaksinya dengan prediktor signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa model *pure moderator* tidak tepat digunakan sebagai model untuk memprediksi TVA. Persistensi laba berbasis NIBE tidak dapat digunakan sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA maupun terhadap hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Dengan

demikian dapat dinyatakan bahwa persistensi laba berbasis NIBE bukan merupakan variabel *pure moderator* dalam memprediksi TVA.

Hasil pengujian pada model *pure moderator* tersebut mengindikasikan bahwa laporan laba yang tercermin dalam NIBE, *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* tidak mempengaruhi reaksi pasar khususnya dalam bentuk aktivitas perdagangan saham. Para pelaku pasar hanya melakukan reaksi negatif terhadap *book-to-market ratio*. Hal ini mengandung makna bahwa semakin meningkat rasio BM, maka para pelaku pasar menunda aktivitas perdagangannya dan sebagai dampaknya aktivitas perdagangan saham menurun. Sebaliknya, jika rasio BM semakin turun, maka aktivitas perdagangan saham meningkat.

Perubahan rasio BM disebabkan oleh perubahan nilai buku ekuitas dan perubahan nilai pasar ekuitas. Jika perubahan nilai pasar ekuitas secara relatif lebih besar daripada perubahan nilai buku ekuitas, maka rasio BM turun. Sebaliknya, jika perubahan nilai pasar ekuitas secara relatif lebih kecil daripada perubahan nilai buku ekuitas, maka rasio BM naik. Nilai pasar ekuitas adalah hasil kali dari jumlah saham beredar dan harga saham. Jadi perubahan rasio BM juga disebabkan oleh perubahan harga saham.

#### **4.2.2.1.2. Pembahasan Hasil Uji Model *Quasi Moderator***

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya menunjukkan bahwa secara rata-rata (*AVG.TVA*) pada model regresi *quasi moderator* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,254 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 3,897$ ;  $sig. 0,001$ ). Pada TVA lainnya, seperti *TVA2*, *TVA3*,

*TVA4*, dan *TVA7* secara statistik juga signifikan. Nilai  $R^2$  pada model *quasi moderator* secara umum lebih besar daripada nilai  $R^2$  pada model *pure moderator*. Hasil ini menunjukkan bahwa model *quasi moderator* lebih baik dan lebih kuat (*robust*) daripada model *pure moderator*.

Secara parsial, interaksi antara persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) merupakan variabel yang dominan berpengaruh positif terhadap *trading volume activity* pada hampir seluruh TVA, kecuali pada TVA1 didominasi oleh *earnings aggressiveness*. Hasil uji interaksi pada MODERAT1 tersebut mengandung makna bahwa persistensi laba berbasis NIBE tepat sebagai pemoderasi (khususnya sebagai *quasi moderator*) terhadap hubungan *earnings aggressiveness* dan TVA. Hasil uji tanda positif mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE *memperkuat* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA.

Sementara pada MODERAT2 menunjukkan bahwa selama empat hari pertama menghasilkan uji tanda negatif (sesuai prediksi), namun secara statistik tidak signifikan. Sedangkan sejak TVA5 s/d TVA9 dan AVGTVA menghasilkan tanda positif dan secara statistik juga tidak signifikan. Hasil uji signifikansi pada MODERAT2 mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE tidak mampu memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Hal ini lebih banyak disebabkan oleh prediktor lain (MODERAT1 dan *earnings aggressiveness*) mendominasi hasil regresi. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa para pelaku pasar lebih memfokuskan perhatiannya pada informasi yang terkandung dalam *earnings aggressiveness*.

Sementara *earnings aggressiveness* merupakan variabel yang dominan kedua setelah MODERAT1. *Earnings aggressiveness* terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA, baik pada *TVA2*, *TVA3*, *TVA4*, *TVA6*, *TVA7*, *TVA8* dan *AVG.TVA*. Reaksi negatif yang dilakukan oleh pasar menunjukkan bahwa informasi yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* membawa kekaburan laba. Hasil temuan ini didukung oleh teori dan hasil penelitian terdahulu. Teori mengasumsikan bahwa jika informasi laba membawa kekaburan, maka pasar akan bereaksi secara negatif (sesuai dengan asumsi kedua). Bhattacharya *et al.* (2003) juga menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA.

#### **4.2.2.1.3. Pembahasan Hasil Uji Model Kontekstual**

Pengujian model *kontekstual* digunakan untuk tujuan perluasan model (khususnya model *moderating*). Hasil uji model *kontekstual* selanjutnya dibandingkan dengan model *quasi moderator* berbasis *interaksi*. Jika hasil uji model *kontekstual* menghasilkan kemampuan prediksi ( $R^2$ ) lebih besar daripada model *quasi moderator*, maka model *kontekstual* lebih baik daripada model *quasi moderator*; demikian sebaliknya.

Berdasarkan hasil pengujian yang telah disajikan pada bab sebelumnya menunjukkan bahwa secara rata-rata (*AVG.TVA*) model *kontekstual* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,246 dan secara statistik signifikan pada level 1% ( $F = 4,401$ ; *sig.* 0,001). Pada *TVA* lainnya, seperti *TVA2*, *TVA3*, *TVA4*, *TVA5* dan *TVA7* secara statistik juga signifikan. Nilai  $R^2$  pada model *kontekstual* secara umum lebih kecil daripada nilai  $R^2$  pada model *quasi*

*moderator*. Hasil ini menunjukkan bahwa model *quasi moderator* lebih baik dan lebih kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*.

Secara parsial, variabel *earnings aggressiveness* merupakan variabel yang dominan berpengaruh negatif terhadap TVA, dan secara rata-rata signifikan pada level 1%. Hasil ini mengindikasikan bahwa kebijakan akrual yang dilakukan oleh manajemen membawa keaburan laba, sehingga direaksi negatif oleh pasar dalam bentuk aktivitas volume perdagangan saham. Interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) menunjukkan bahwa interaksi tersebut menghasilkan tanda positif dan signifikan. Hal ini mengandung makna bahwa persistensi laba berperan memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA.

Kebijakan *smoothing* yang dilakukan oleh manajemen terbukti tidak direaksi oleh pasar. Interaksi antara persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2) menunjukkan bahwa interaksi tersebut secara statistik tidak signifikan; namun hasil uji tanda sesuai dengan prediksi (negatif). Hasil tersebut mengarah pada peran persistensi laba *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. Namun peran moderasi ini lebih banyak didominasi oleh MODERAT1, sehingga hasil pengujian secara umum menunjukkan bahwa informasi laba lebih dominan mengarah pada keaburan laba (*earnings opacity*).

#### **4.2.2.2. Kesimpulan Hasil Uji Model Kedua**

Berdasarkan pembahasan hasil uji model tersebut, secara umum dapat disimpulkan bahwa model *quasi moderator* lebih tepat daripada model *pure moderator*, dan merupakan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Variabel moderator dan interaksi antara moderator dan prediktor (khususnya MODERAT1) pada model *quasi moderator* secara statistik signifikan mempengaruhi *trading volume activity*. Sementara pada model *pure moderator*, variabel moderator dan interaksi antara moderator dan prediktor tidak signifikan. Model *quasi moderator* mempunyai kemampuan prediksi (ditunjukkan oleh  $R^2$ ) lebih besar daripada model *kontekstual*.

Secara khusus, koefisien regresi pada variabel MODERAT1 mendominasi hasil regresi dan berperan *memperkuat* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*. Hasil uji model tersebut mengindikasikan bahwa informasi laba yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* membawa keaburan laba (*earnings opacity*). Hasil uji ini membuktikan bahwa para pelaku pasar melakukan reaksi negatif atas kebijakan akrual yang tercermin dalam *earnings aggressiveness*. Hasil pengujian ini didukung oleh teori dan hasil penelitian terdahulu.

Teori mengasumsikan bahwa jika informasi laba membawa keaburan, maka pasar akan bereaksi secara negatif. Sloan (1996) dan Beaver (2002) juga menunjukkan bahwa total atau *aggregate* akrual (*earnings aggressiveness*) mengandung informasi *misspecified*, sehingga investor melakukan reaksi negatif. Bhattacharya *et al.* (2003) juga menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA.

Peningkatan persistensi laba berbasis NIBE terbukti tidak direaksi oleh para pelaku pasar dalam bentuk aktivitas volume perdagangan saham. Persistensi laba juga tidak mampu berperan memperlemah, tetapi justru memperkuat kekaburan laba yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness*. Kebijakan manajemen melalui *earnings smoothing* juga tidak direaksi oleh para pelaku pasar dalam bentuk aktivitas volume perdagangan saham. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa kebijakan manajemen melalui *earnings aggressiveness* lebih dominan mempengaruhi reaksi pasar dalam bentuk aktivitas volume perdagangan saham.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hasil uji model *kedua* yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity* dapat disimpulkan berikut.

*Pertama*, model *quasi moderator* berbasis *interaksi* merupakan model yang lebih tepat daripada *pure moderator*, dan lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Kekuatan model *interaksi* tersebut terutama digunakan untuk menguji peran persistensi laba berbasis NIBE terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dan *trading volume activity*. Hasil uji model menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE berperan memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity*; namun tidak dapat berperan memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*.

*Kedua*, kebijakan akrual melalui *earnings aggressiveness* lebih dominan berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Hasil pengujian

mengindikasikan bahwa *earnings aggressiveness* mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*). Hasil pengujian didukung oleh teori yang mengasumsikan bahwa jika informasi laba membawa kekaburan, maka reaksi pasar adalah negatif. Hasil penelitian sebelumnya (misalnya Bhattacharya *et al.*, 2003) juga mendukung hasil pengujian; dimana *earnings aggressiveness* berpengaruh negatif terhadap TVA.

*Ketiga*, kebijakan manajemen melalui *earnings smoothing* tidak membawa keinformasian laba. Hasil regresi menunjukkan bahwa *earnings smoothing* tidak signifikan mempengaruhi TVA. Sejak hari ke-empat (*TVA4*) sampai dengan hari ke-sembilan (*TVA9*) *earnings smoothing* mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*). Hal ini ditunjukkan dengan koefisien negatif pada *earnings smoothing*. Sesuai dengan teori mengasumsikan bahwa jika informasi laba mengandung kekaburan, maka reaksi pasar adalah negatif.

*Keempat*, hasil penelitian ini didukung oleh *agency theory*, terutama kebijakan manajemen yang didasari oleh motivasi *signaling*. Laporan keuangan yang tercermin dalam perubahan akrual digunakan oleh manajemen sebagai  *sinyal* untuk mempengaruhi TVA. Reaksi negatif yang dilakukan oleh para pelaku pasar mengindikasikan bahwa kebijakan akrual telah diketahui oleh para pemegang saham. Sesuai dengan fenomena umum di Indonesia menunjukkan transaksi perdagangan yang tipis (*thin market*) mengindikasikan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas.

#### **4.2.3. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis**



Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini terdiri dari dua kelompok hipotesis mayor, yaitu hipotesis mayor *pertama*, dan hipotesis mayor *kedua*. Hipotesis mayor *pertama* adalah hipotesis mengenai variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity*; sedangkan hipotesis mayor *kedua* adalah hipotesis mengenai variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity*. Pembahasan pada dua hipotesis mayor tersebut, selanjutnya dirinci ke dalam hipotesis minor masing-masing terdiri dari 5 (lima) hipotesis seperti disajikan berikut.

#### **4.2.3.1. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Model *Pertama***

Pembahasan hasil uji hipotesis pada model *pertama* menyajikan pembahasan mengenai hasil uji hipotesis yang terdiri dari lima hipotesis yaitu hipotesis pertama (H1) sampai dengan hipotesis kelima (H5). Pembahasan lima hipotesis tersebut disajikan berikut.

##### **4.2.3.1.1. Pembahasan Hipotesis *Pertama* (H1)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis pertama (H1) dinyatakan **diterima**; mengandung makna bahwa *earnings aggressiveness* mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hasil pengujian ini sesuai dengan argumentasi bahwa jika kebijakan keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya, maka kebijakan tersebut akan membawa kekaburan laba (*earnings opacity*). Selanjutnya, kekaburan laba akan membawa dampak pada tingkat kembalian yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh para pemegang saham meningkat. Apabila *required of return* digunakan

sebagai dasar penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*, maka peningkatan pada *earnings aggressiveness* juga akan meningkatkan *cost of equity*. Penentuan *cost of equity* berbasis *dividend growth* juga didukung oleh asumsi bahwa *required rate of return* sangat tergantung dari besarnya dividen yang dibayar oleh perusahaan kepada para pemegang saham biasa (Brigham, 1983; Jones, 2004). Hasil pengujian hipotesis ini juga didukung oleh Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* berbasis *dividend growth model*.

Sesuai dengan *agency theory*, khususnya motivasi *signaling*, kebijakan akrual diskresi (total akrual) yang menghasilkan *earnings aggressiveness* berdampak pada laporan laba tahun berjalan lebih tinggi daripada laba sesungguhnya. Apabila laba tahun berjalan relatif tinggi, maka manajemen menggunakan *earnings aggressiveness* sebagai sinyal positif untuk mempengaruhi pertumbuhan dividen saat ini. Pemegang saham diharapkan 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*).

Data perusahaan *go-public* di Indonesia juga menunjukkan bahwa pada tahun 2005 perubahan total akrual secara rata-rata negatif yaitu

sebesar -169.990 juta rupiah dengan rata-rata total assets sebesar 4.409.908 juta rupiah, dan rata-rata nilai *earnings aggressiveness* adalah -0,0203. Sedangkan pada tahun 2006 perubahan total akrual secara rata-rata sebesar 66.624 juta rupiah dengan rata-rata total assets sebesar 5.495.471 juta rupiah, dan rata-rata nilai *earnings aggressiveness* adalah -0,0045. Pada dua periode tersebut perubahan total akrual menurun (ditandai dengan tanda negatif); namun penurunan perubahan akrual tersebut semakin kecil (dari -0,0203 menjadi -0,0045). Penurunan nilai negatif ini menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* mengalami peningkatan, dan selanjutnya digunakan oleh manajemen untuk meningkatkan laba pada periode berjalan (*current earnings*). Peningkatan laba tahun berjalan digunakan oleh manajemen sebagai sinyal pertumbuhan dividen, dan selanjutnya *cost of equity* meningkat.

#### **4.2.3.1.2. Pembahasan Hipotesis Kedua (H2)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis kedua (H2) dinyatakan **diterima**; mengandung makna bahwa *earnings smoothing* mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hasil pengujian ini sesuai dengan argumentasi bahwa jika kebijakan perataan laba (*earnings smoothing*) tidak dapat menggambarkan laba ekonomi yang sesungguhnya, maka kebijakan tersebut akan membawa keaburan laba (*earnings opacity*).

Hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh Francis *et al.* (2004), dan Tucker dan Zarowin (2006). Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa *smoothness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*

*capital*. Tucker dan Zarowin (2006) juga menunjukkan bahwa *income smoothing* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *dividend yield*. Namun hasil pengujian hipotesis ini tidak konsisten dengan Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings smoothing* tidak signifikan mempengaruhi *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Perbedaan hasil penelitian Bhattacharya, antara lain terletak pada pengukuran *earnings smoothing* yang diukur dari korelasi antara perubahan akrual dan perubahan arus kas dibagi *lagged total assets*.

Sesuai dengan motivasi *signaling*, manajemen menggunakan informasi privatnya melakukan kebijakan *smoothing* melalui *net income before extraordinary items* (NIBE) untuk mempengaruhi pertumbuhan dividen. Sesuai dengan *agency theory*, manajemen berkewajiban meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, antara lain melalui pertumbuhan dividen. Jika laporan laba melalui kebijakan *smoothing* meningkat, manajemen mempunyai harapan dividen bagi para pemegang saham juga meningkat. Apabila penentuan *cost of equity* didasarkan pada pendekatan *dividend growth*, maka kebijakan *smoothing* berhubungan positif dengan *cost of equity*. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh *agency theory*, khususnya tindakan manajemen yang didasari oleh motivasi *signaling*.

Data perusahaan *go-public* di Indonesia juga menunjukkan bahwa *earnings smoothing* pada tahun 2005 rata-rata sebesar 1,184. Sedangkan *earnings smoothing* pada tahun 2006 rata-rata sebesar 2,290. Berdasarkan

data tersebut menunjukkan bahwa laba pada periode 2005 – 2006 semakin tidak *smooth*, karena angka *earnings smoothing* semakin besar. Hal ini menunjukkan fakta bahwa *earnings smoothing* mengarah pada keaburan laba (*earnings opacity*). Semakin tinggi *earnings opacity* mengakibatkan tingkat kembalian yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh para pemegang saham meningkat, sehingga *cost of equity* juga meningkat.

#### **4.2.3.1.3. Pembahasan Hipotesis Ketiga (H3)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis ketiga (H3) dinyatakan **diterima**; mengandung makna bahwa persistensi laba mempunyai pengaruh positif terhadap *cost of equity*. Hasil pengujian ini sesuai dengan argumentasi bahwa jika persistensi laba berbasis 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 motivasi *signaling*) dinyatakan bahwa motivasi manajemen adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui pertumbuhan dividen. Sesuai dengan motivasi *signaling*, hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh *agency theory*, khususnya yang berhubungan dengan kemakmuran pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis ini juga didukung oleh peneliti sebelumnya. Misalnya, Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa persistensi laba secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of*

*equity*. Tucker dan Zarowin (2006) juga menunjukkan bahwa persistensi laba (di-*proxy* dengan *earnings per share*) berpengaruh positif terhadap *dividend yield*. Penman dan Zhang (2002) juga menunjukkan bahwa persistensi laba (sebagai pengukur kualitas laba) berhubungan positif dengan *dividend stock return*. Hasil pengujian hipotesis ini juga memberikan implikasi bahwa jika laba perusahaan persisten, dalam arti dapat digunakan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*), maka laba tersebut dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan dividen.

Data perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan bahwa pada tahun 2005 rata-rata NIBE sebesar 451.286 juta rupiah dengan rata-rata total assets sebesar 4.409.908 juta rupiah, sehingga rata-rata NIBE/TA sebesar 0,1023 atau sebesar 10,23%. Pada periode tersebut rata-rata standar deviasi residual NIBE sebesar 0,0035. Sedangkan pada tahun 2006 rata-rata NIBE sebesar 539.056 juta rupiah dengan rata-rata total assets sebesar 5.495.471 juta rupiah, sehingga rata-rata NIBE/TA sebesar 0,0981 atau sebesar 9,81%. Pada periode tersebut rata-rata standar deviasi residual NIBE sebesar 0,0043. Data tersebut menunjukkan fakta bahwa secara *absolute* NIBE meningkat (dari 451.286 juta menjadi 539.056 juta rupiah); namun secara relatif NIBE menurun (dari 10,23% menjadi 9,81%). Hal ini disebabkan karena rata-rata peningkatan total asset lebih besar daripada peningkatan NIBE. Peningkatan pada standar deviasi residual

menyebabkan *required rate of return* meningkat, sehingga *cost of equity* juga meningkat.

#### 4.2.3.1.4. Pembahasan Hipotesis Keempat (H4)

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis keempat (H4) dinyatakan **diterima**; mengandung makna bahwa persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil pengujian hipotesis ini memberikan kontribusi mengenai peran persistensi laba sebagai variabel pemoderasi yang berfungsi memperlemah hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Hasil penelitian ini didukung oleh argumentasi bahwa jika laba persisten, maka laba tersebut tidak hanya dapat digunakan sebagai indikator *future earnings* saja, tetapi juga mampu menurunkan kekaburan laba (*earnings opacity*) yang disebabkan oleh keagresifan laba (*earnings aggressiveness*).

Hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh argumentasi bahwa laba berbasis NIBE lebih persisten daripada berbasis kualitas akrual. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dan praktis. Secara teoritis, hasil pengujian ini memberikan kontribusi bahwa NIBE merupakan laba yang persisten dan mengandung keinformasian mengenai pertumbuhan dividen. Sebagai variabel *moderating* (terutama sebagai *quasi moderator*), NIBE terbukti mampu *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Dengan demikian persistensi laba berbasis NIBE berfungsi sebagai sinyal pertumbuhan dividen. Secara praktis, hasil pengujian ini memberikan

kontribusi kepada pihak manajemen dalam memberikan informasi keuangan kepada para pemakai (khususnya pemegang saham). Atas dasar motivasi *signaling*, manajemen boleh saja menggunakan kebijakan akrual yang mengarah pada keagresifan laba; asalkan laba berbasis NIBE tetap persisten dan mampu menurunkan kekaburan yang disebabkan *earnings aggressiveness*.

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

#### **4.2.3.1.5. Pembahasan Hipotesis Kelima (H5)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis kelima (H5) dinyatakan **diterima**; mengandung makna bahwa persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Hasil pengujian hipotesis ini memberikan kontribusi mengenai peran persistensi laba berbasis NIBE berfungsi sebagai variabel untuk *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity* berbasis *dividend*



*growth*. Hasil penelitian ini didukung oleh argumentasi bahwa jika laba persisten, maka laba tersebut mampu menurunkan kekaburan laba (*earnings opacity*) yang disebabkan oleh perataan laba (*earnings smoothing*).

Hasil pengujian hipotesis ini memberikan kontribusi teoritis dan praktis. Secara teoritis, hasil pengujian ini memberikan kontribusi bahwa NIBE merupakan laba yang persisten dan mengandung keinformasian mengenai pertumbuhan dividen. Sebagai variabel *moderating* (terutama sebagai *quasi moderator*), NIBE terbukti mampu *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Secara praktis, hasil pengujian ini memberikan kontribusi kepada pihak manajemen dalam memberikan informasi keuangan kepada para pemakai (khususnya pemegang saham). Atas dasar motivasi *signaling*, manajemen menggunakan NIBE sebagai sinyal pertumbuhan dividen. Sinyal pertumbuhan dividen mengandung dua tujuan, yaitu meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (khususnya melalui dividen); dan sebagai dasar penentuan biaya ekuitas (*cost of equity*). Manajemen boleh saja menggunakan kebijakan yang mengarah pada perataan laba (*earnings smoothing*); asalkan laba berbasis NIBE tetap persisten. Manajemen dapat menggunakan berbagai items laporan keuangan yang dijadikan obyek *smoothing*, asalkan yang dijadikan obyek *smoothing* adalah items laba, misalnya laba dari aktivitas normal.

Data perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan bahwa NIBE mempunyai kemampuan prediksi lebih baik daripada kualitas akrual. Hal ini ditunjukkan dengan standar deviasi residual NIBE lebih kecil daripada standar deviasi residual kualitas akrual. Pada periode 2005 dan 2006 secara rata-rata perusahaan di Indonesia menghasilkan laba yang tidak *smooth*, karena pada periode tersebut angka rata-rata *earnings smoothing* lebih besar daripada satu (1,184 dan 2,290). Kecenderungan *earnings smoothing* yang semakin besar mengindikasikan bahwa *earnings smoothing* mengandung kekaburan laba (*earnings opacity*). Namun demikian kekaburan laba ini dapat diturunkan oleh keberadaan NIBE, karena NIBE terbukti mampu *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

#### **4.2.3.2. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Model Kedua**

Pembahasan hasil uji hipotesis pada model *kedua* yaitu hipotesis mengenai variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *trading volume activity*. Pembahasan mengenai hasil uji hipotesis pada model *kedua* ini juga terdiri dari lima hipotesis yaitu hipotesis keenam (H6) sampai dengan hipotesis kesepuluh (H10). Pembahasan lima hipotesis pada model *kedua* tersebut disajikan berikut.

##### **4.2.3.2.1. Pembahasan Hipotesis Keenam (H6)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis keenam (H6) dinyatakan **diterima**; mengandung makna bahwa *earnings aggressiveness* mempunyai pengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh peneliti sebelumnya, misalnya Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Hasil pengujian hipotesis ini juga didukung oleh Beaver (2002) menyatakan bahwa total (*aggregate*) akrual tidak dapat menangkap pertumbuhan laba jangka panjang dan secara potensial *misspecified*.

Hasil pengujian ini juga didukung oleh argumentasi bahwa *earnings aggressiveness* merupakan output dari kebijakan akrual yang mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*), dan selanjutnya direaksi oleh para pelaku pasar secara negatif. Data perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan perubahan negatif pada total akrual mengindikasikan bahwa rata-rata total akrual perusahaan di Indonesia menurun. Sedangkan rata-rata aktivitas perdagangan saham mengalami peningkatan dari 0,503% menjadi 0,508%. Data tersebut menunjukkan fakta bahwa *earnings aggressiveness* mengandung kekaburan laba.

Reaksi negatif tersebut juga disebabkan oleh asumsi bahwa para pelaku pasar telah mengetahui kebijakan akrual yang menghasilkan *earnings aggressiveness* sehingga mengarah pada kekaburan laba. Fenomena umum di Indonesia juga menunjukkan bahwa transaksi perdagangan adalah tipis (*thin market*) (Hartono, 2003). Fenomena ini

mengindikasikan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Jadi problem agency sangat mungkin terjadi antara manajemen dan pemegang saham minoritas.

#### **4.2.3.2.2. Pembahasan Hipotesis Ketujuh (H7)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis ketujuh (H7) dinyatakan *ditolak (tidak dapat diterima)*; mengandung makna bahwa *earnings smoothing* tidak signifikan mempengaruhi *trading volume activity*. Namun pada awal *pekan pertama* sejak publikasi laporan keuangan, khususnya sejak *TVA1* s/d *TVA3* *earnings smoothing* berpengaruh positif; sedangkan sejak empat hari dari tanggal publikasi laporan, khususnya pada *TVA4* s/d *TVA9* dan *AVG.TVA earnings smoothing* berpengaruh negatif; tetapi tidak signifikan. Hasil ini didukung oleh asumsi bahwa jika laporan laba tidak membawa keinformasian mengenai laba perusahaan, maka pasar tidak bereaksi dalam arti informasi laba tidak signifikan mempengaruhi TVA.

Hasil pengujian ini tidak konsisten dengan Bhattacharya *et al.* (2003) menunjukkan bahwa *earnings smoothing* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *trading volume activity*. Perbedaan hasil penelitian ini, antara lain disebabkan oleh perbedaan pengukuran *earnings smoothing* dan cakupan sampel yang diteliti. Bhattacharya menggunakan sampel pada level negara; sedangkan pada penelitian ini menggunakan sampel pada level perusahaan.

Ketidak-berartian hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*, antara lain juga disebabkan oleh konsep dan argumentasi

bahwa 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 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 direaksi secara positif oleh para pelaku pasar.

Data perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan bahwa pada tahun 2005 dan 2006 angka *earnings smoothing* lebih besar daripada satu (1,184 dan 2,290). Kecenderungan *earnings smoothing* yang semakin besar mengindikasikan bahwa *earnings smoothing* mengandung kekaburan laba (*earnings opacity*). Hal ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata laporan laba perusahaan *tidak smooth* sehingga mengarah pada kekaburan laba. Sementara, TVA pada periode 2006 dan 2007 menunjukkan adanya peningkatan (0,503% dan 0,508%). Ketidak-berartian pengaruh *earnings smoothing* sangat dimungkinkan oleh faktor lain, seperti kepemilikan saham.

Fenomena umum di Indonesia juga menunjukkan bahwa transaksi perdagangan adalah tipis (*thin market*) (Hartono, 2003). Fenomena ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Para pelaku pasar diasumsikan telah mengetahui kebijakan *smoothing* yang dilakukan oleh manajemen, sehingga laporan laba yang

tidak *smooth*, tidak mempengaruhi pelaku pasar dalam melakukan transaksi perdagangan saham.

#### **4.2.3.2.3. Pembahasan Hipotesis Kedelapan (H8)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis ke-delapan (H8) dinyatakan *ditolak (tidak dapat diterima)*. Hasil ini mengandung makna bahwa *net income before extraordinary items* (NIBE) tidak membawa keinformasian laba, sehingga tidak direaksi oleh para pelaku pasar dalam bentuk aktivitas perdagangan saham. Hasil ini mengindikasikan bahwa aktivitas perdagangan (secara harian) tidak dipengaruhi oleh informasi laba yang terkandung dalam NIBE.

Aktivitas volume perdagangan saham yang sangat kecil atau *tipis* mengindikasikan bahwa pasar modal di Indonesia tergolong *thin market*. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Informasi laba yang terkandung dalam NIBE merupakan informasi yang relatif jangka panjang, karena laba perusahaan hanya dapat diketahui pada setiap tahun berdasarkan laporan keuangan tahunan. Sementara aktivitas volume perdagangan bersifat harian, sehingga para pelaku pasar tidak menggunakan informasi NIBE untuk melakukan transaksi perdagangan saham. Para pelaku pasar lebih banyak menggunakan informasi laporan keuangan yang berasal dari neraca, khususnya perubahan akrual (seperti perubahan modal kerja); karena perubahan modal kerja dapat terjadi setiap saat.

Para pelaku pasar juga menggunakan informasi *book-to-market* (BM) *ratio*; karena pada unsur BM mengandung harga pasar saham, sehingga TVA sangat dimungkinkan dipengaruhi oleh harga saham. Semakin tinggi harga saham, maka rasio BM semakin rendah atau turun dan berdampak pada peningkatan TVA. Dengan kata lain, semakin tinggi harga saham, semakin meningkat pula TVA. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar tidak menggunakan informasi laba yang terkandung dalam NIBE; tetapi lebih banyak menggunakan informasi perubahan total akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* dan informasi harga saham yang terkandung dalam BM.

Data perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan bahwa rata-rata NIBE secara *absolute* meningkat dari tahun 2005 sebesar 451.286 juta rupiah menjadi 539.056 juta rupiah pada tahun 2006. Namun secara relatif (NIBE/ Total Assets) mengalami penurunan dari 10,23% menjadi 9,81%. Sedangkan rata-rata transaksi perdagangan saham per hari pada tahun 2006 sejumlah 16.831 ribu lembar, rata-rata harga saham Rp 2.963/ lembar, sehingga nilai transaksi per hari sejumlah Rp 49.870,32 juta. Pada tahun 2007, rata-rata transaksi perdagangan saham per hari sejumlah 17.171 lembar, rata-rata harga saham Rp 4.273/ lembar, sehingga nilai transaksi per hari sejumlah Rp 73.371,85 juta. Data tersebut menunjukkan fakta bahwa pada tahun 2006 – 2007 nilai transaksi per hari secara rata-rata meningkat dari 49.870,32 juta rupiah menjadi 73.371,85 juta rupiah.

Fakta tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan aktivitas perdagangan saham lebih didominasi oleh kenaikan harga saham.

#### **4.2.3.2.4. Pembahasan Hipotesis Kesembilan (H9)**

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis ke-sembilan (H9) dinyatakan *diterima*. Persistensi laba berbasis NIBE secara statistik signifikan berperan sebagai variabel pemoderasi, khususnya memperkuat hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA. Peran pemoderasian ini menunjukkan bahwa persistensi laba lebih menguatkan hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA. Hal ini mengindikasikan bahwa NIBE lebih mengarah pada keaburan laba. Hasil tersebut juga disebabkan karena secara parsial *earnings aggressiveness* lebih dominan berpengaruh negatif terhadap TVA daripada NIBE.

Hasil pengujian ini memberikan kontribusi secara teoritis dan praktis. Secara teoritis, hasil pengujian ini didukung oleh asumsi bahwa jika interaksi antara persistensi laba dan keaburan laba (dalam hal ini *earnings aggressiveness*) didominasi oleh keaburan laba, maka hasil interaksi adalah memperkuat keaburan laba. Sebaliknya jika interaksi antara persistensi laba dan keaburan laba (dalam hal ini *earnings aggressiveness*) didominasi oleh persistensi laba, maka hasil interaksi adalah memperlemah keaburan laba. Secara praktis, hasil pengujian ini memberikan kontribusi bahwa motivasi *signaling* yang digunakan oleh manajemen didasarkan pada kebijakan akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* untuk mempengaruhi *trading volume activity*.



Fenomena menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan saham di Indonesia transaksinya *tipis*, sehingga pasar modal (BEJ) tergolong *thin market* (Hartono, 2003). Data rata-rata TVA di Indonesia pada periode 2006 – 2007 juga relatif sangat kecil (sekitar 0,5% dari kapitalisasi pasar). Fakta tersebut mengindikasikan bahwa pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Para pelaku pasar diasumsikan memahami kebijakan akrual yang dilakukan oleh manajemen; terutama yang tercermin dalam perubahan akrual (khususnya modal kerja). Perubahan akrual dapat diketahui lebih cepat daripada perubahan NIBE, sehingga reaksi dalam bentuk TVA lebih difokuskan pada perubahan akrual yang tercermin dalam *earnings aggressiveness*.

#### **4.2.3.2.5. Pembahasan Hipotesis Kesepuluh (H10)**

Ketidak-berartian diterimanya hipotesis sepuluh (H10) mengandung makna bahwa persistensi laba berbasis NIBE tidak berperan memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan *trading volume activity*. Bahkan pada TVA7, persistensi laba berperan memperkuat hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA7. Hasil ini konsisten dengan hasil uji hipotesis 7; dimana *earnings smoothing* tidak mempunyai pengaruh yang berarti terhadap TVA. Interaksi antara NIBE dan *earnings smoothing* pada TVA1 s/d TVA4 didominasi oleh NIBE yang ditunjukkan oleh hasil uji tanda pada MODERAT2 negatif. Sedangkan pada TVA5 s/d TVA9, interaksi tersebut didominasi oleh *earnings smoothing* yang ditunjukkan

oleh hasil uji tanda pada MODERAT2 positif. Namun demikian secara statistik interaksi tersebut tidak signifikan.

Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba melalui kebijakan *earnings smoothing* terbukti tidak signifikan terhadap TVA 1-hari sampai dengan 9-hari sejak tanggal publikasi. Hasil ini mengindikasikan bahwa motivasi *signaling* yang digunakan oleh manajemen melalui *earnings smoothing* tidak direaksi sama sekali oleh investor. Selama periode tersebut, interaksi antara persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings smoothing* juga tidak signifikan terhadap TVA. Hasil ini mengindikasikan bahwa persistensi laba berbasis NIBE tidak dapat berfungsi memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA.

Ketidak-berartian peran pemoderasian tersebut juga didukung oleh asumsi bahwa laba yang terkandung dalam NIBE dan *earnings smoothing* dapat diketahui pada setiap akhir periode (akhir tahun). Sementara, aktivitas perdagangan saham dilakukan secara harian; sehingga informasi laba yang relatif bersifat jangka panjang tidak digunakan oleh para pelaku pasar. Para pelaku pasar lebih memfokuskan pada informasi yang bersifat jangka pendek (misalnya informasi harian) dalam aktivitas perdagangan.

Fenomena juga menunjukkan bahwa perdagangan saham di pasar modal Indonesia tergolong *tipis (thin market)*. Fenomena ini mengindikasikan bahwa pelaku pasar adalah pemegang saham minoritas. Para pelaku pasar ini lebih mementingkan *capital gain* daripada *dividend yield*; karena *capital gain* dapat diperoleh setiap saat melalui transaksi

perdagangan saham. Sementara, *dividend yield* hanya dapat diperoleh pada periode tertentu saja (misalnya satu tahun sekali) melalui dividen yang dibagi oleh perusahaan. Dengan demikian sangat wajar jika para pelaku pasar tidak menggunakan NIBE dan *earnings smoothing* sebagai informasi untuk melakukan aktivitas perdagangan saham.

Variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model regresi yaitu *book-to-market ratio* (B/M) dan besaran perusahaan (*SIZE*); dimana B/M lebih dominan daripada *Size*. Secara statistik, BM signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA, khususnya pada *AVG.TVA*, *TVA1*, *TVA4*, dan *TVA7*. Pada TVA lainnya, hasil uji tanda pada variabel B/M juga sesuai dengan prediksi, yaitu berpengaruh negatif terhadap TVA. Sedangkan *SIZE* secara statistik tidak signifikan mempengaruhi TVA.

Pengaruh negatif signifikan pada variabel B/M terhadap TVA mengindikasikan bahwa harga saham berhubungan positif dengan TVA. Semakin rendah rasio B/M berarti harga saham meningkat, karena B/M merupakan rasio antara nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas. Sementara nilai pasar ekuitas adalah hasil kali dari jumlah saham beredar dan harga saham. Jadi penurunan B/M berarti kenaikan harga saham dan diikuti oleh peningkatan TVA. Hal ini mengindikasikan bahwa aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh para pelaku pasar dipengaruhi harga saham. Hasil pengujian ini sesuai dengan argumentasi bahwa para pelaku pasar melakukan transaksi perdagangan saham untuk mendapatkan *capital gain*.

#### **4.2.4. Ringkasan Hasil Temuan**

Pada sub-bab ini disajikan ringkasan hasil penelitian yang ditemukan melalui proses analisis mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* (*earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*) dengan *cost of equity* dan *trading volume activity*. Hasil temuan ini diringkas ke dalam tiga hal yang meliputi: hasil uji model, hasil uji konsep pengukuran, dan hasil uji hipotesis. Ringkasan hasil temuan penelitian disajikan berikut.

#### **4.2.4.1. Ringkasan Hasil Uji Model**

Model yang digunakan untuk memprediksi *cost of equity* dan *trading volume activity* adalah model *quasi moderator* berbasis regresi interaksi. Selanjutnya, untuk memastikan tipe moderator dilakukan dengan mengidentifikasi variabel persistensi laba berbasis NIBE, apakah termasuk tipe *pure* ataukah *quasi moderator*.

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE tepat sebagai variabel moderating, khususnya tipe *quasi moderator*. Persistensi laba berbasis NIBE berperan memoderasi (khususnya memperlemah) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan biaya ekuitas berbasis pertumbuhan dividen. Persistensi laba berbasis NIBE berperan memoderasi (khususnya memperlemah) hubungan antara *earnings smoothing* dan biaya ekuitas berbasis pertumbuhan dividen (*cost of equity* berbasis *dividend growth model*). Persistensi laba berbasis NIBE juga berperan memoderasi (khususnya memperkuat) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan aktivitas volume perdagangan saham.

Sebagai perluasan uji model dilakukan dengan menguji kekuatan model (*robustness test*) dengan cara membandingkan hasil uji model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* dengan hasil regresi *kontekstual*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa regresi *interaksi* menghasilkan nilai *R-square* lebih besar daripada regresi *kontekstual*. Pada model regresi *interaksi* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,528 dan  $F = 10,887$  (*sig.* 0,000); sedangkan pada model regresi *kontekstual* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,316 dan  $F = 5,323$  (*sig.* 0,000). Perbandingan hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi *interaksi* dapat meningkatkan *R-square (incremental  $R^2$ )* sebesar 0,212 terhadap model *kontekstual*. Dengan demikian disimpulkan bahwa model regresi *interaksi* merupakan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*.

Pada model prediksi *kedua* (model untuk memprediksi *trading volume activity*) ditemukan bahwa pada rata-rata *trading volume activity (AVG.TVA)* model regresi *interaksi* menghasilkan nilai *R-square* lebih besar daripada regresi *kontekstual*. Pada regresi *interaksi* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,254 dan  $F = 3,897$  (*sig.* 0,001); sedangkan pada model regresi *kontekstual* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,246 dan  $F = 4,401$  (*sig.* 0,001). Perbandingan hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi *interaksi* dapat meningkatkan *R-square (incremental  $R^2$ )* sebesar 0,008 terhadap model *kontekstual*. Dengan demikian disimpulkan bahwa model regresi *interaksi* merupakan model yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*.

#### 4.2.4.2. Ringkasan Hasil Uji Konsep Pengukuran

Pada penelitian ini mengembangkan uji konsep pengukuran variabel terutama uji konsep pengukuran persistensi laba, dan pengukuran *cost of equity*. Uji konsep pengukuran persistensi laba dilakukan dengan cara membandingkan hasil pada model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* antara persistensi laba berbasis NIBE dan persistensi laba berbasis kualitas akrual. Sedangkan pada uji konsep pengukuran *cost of equity* dilakukan dengan cara membandingkan hasil pada model *quasi moderator* berbasis regresi *interaksi* antara *cost of equity* berbasis *dividend growth model* dan *cost of equity* berbasis *price earnings growth model*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa hasil regresi persistensi laba berbasis NIBE menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,528 dan  $F = 10,887$  (*sig.* 0,000); sedangkan hasil regresi persistensi laba berbasis kualitas akrual menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,295 dan  $F = 4,063$  (*sig.* 0,001). Perbandingan hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE meningkatkan *R-square (incremental  $R^2$ )* sebesar 0,233 terhadap persistensi laba berbasis kualitas akrual. Persistensi laba berbasis NIBE juga menghasilkan standar deviasi residual lebih kecil daripada berbasis kualitas akrual. Persistensi laba berbasis NIBE juga terbukti berperan *memperlemah* hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*; dan hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*. Dengan demikian disimpulkan bahwa NIBE lebih tepat digunakan sebagai *proxy* persistensi laba daripada kualitas akrual.

Pada hasil uji konsep pengukuran *cost of equity* menunjukkan bahwa hasil regresi *cost of equity* berbasis *dividend growth model* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,528 dan  $F = 10,887$  (*sig.* 0,000); sedangkan hasil regresi *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* menghasilkan nilai  $R^2$  sebesar 0,048 dan  $F = 0,489$  (*sig.* 0,839). Berdasarkan hasil uji tersebut disimpulkan bahwa *dividend growth model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy cost of equity* daripada *price earnings growth model*.

#### **4.2.4.3. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis**

Sesuai dengan hipotesis dalam penelitian ini yang dikelompokkan ke dalam dua hipotesis mayor, yaitu hipotesis mengenai variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi *cost of equity* (hipotesis mayor *pertama*); dan hipotesis mengenai variabel-variabel yang diprediksikan mempengaruhi TVA (hipotesis mayor *kedua*). Pada hipotesis mayor *pertama*, secara umum hasil pengujian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE berperan memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity* berbasis *dividend growth*. Persistensi laba juga berperan memoderasi (khususnya *memperlemah*) hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

Pada hipotesis mayor *kedua*, persistensi laba berbasis NIBE berperan memoderasi (dalam hal ini memperkuat) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan TVA; namun tidak dapat berperan memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA. *Earnings aggressiveness* merupakan variabel yang dominan berpengaruh negatif terhadap TVA.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings opacity* dan biaya ekuitas serta terhadap hubungan antara *earnings opacity* dan aktivitas volume perdagangan saham. Secara lebih spesifik, tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah persistensi laba berperan memoderasi hubungan antara *earnings opacity* dan biaya modal, dan hubungan antara *earnings opacity* dan aktivitas volume perdagangan saham. Pada penelitian ini, *earnings opacity* meliputi *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing*. Model penelitian ini dikelompokkan ke dalam dua model. *Pertama*, model regresi untuk memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*); dan *kedua*, model regresi untuk memprediksi *trading volume activity*. Masing-masing model tersebut diuji dengan model regresi *quasi moderator* berbasis *interaksi*. Selanjutnya, model *quasi moderator* dibandingkan dengan *pure moderator* untuk memastikan tipe variabel moderating. Pengujian diperluas dengan menggunakan regresi *kontekstual* yang berfungsi untuk menguji kekuatan regresi interaksi. Perluasan uji model juga dilakukan terhadap *proxy* pengukuran persistensi laba dan biaya ekuitas atas dasar model *quasi moderator*. Berdasarkan hasil pengujian, penelitian ini menghasilkan temuan yang dapat disimpulkan sebagai berikut.



*Pertama*, laba berbasis NIBE tepat digunakan sebagai variabel pemoderasi, khususnya *quasi moderator*. Model *quasi moderator* berbasis *interaksi* menunjukkan hasil regresi yang lebih baik dan kuat (*robust*) daripada model *kontekstual*. Laba berbasis NIBE lebih tepat digunakan sebagai *proxy* persistensi laba, daripada laba berbasis kualitas akrual. Persistensi laba berbasis NIBE mempunyai standar deviasi *residual* lebih kecil daripada berbasis kualitas akrual. Persistensi laba berbasis NIBE secara umum lebih *robust* daripada berbasis akrual, dan secara khusus terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *earnings smoothing* dengan *cost of equity* berbasis *dividend growth model*.

*Kedua*, pendekatan *dividend growth model* lebih tepat digunakan sebagai *proxy cost of equity*, daripada pendekatan *price earnings growth*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *cost of equity* berbasis *dividend growth* ketika diuji oleh persistensi laba berbasis NIBE maupun berbasis kualitas akrual menghasilkan model regresi interaksi yang tetap *robust* pada level signifikansi 1%. Sedangkan *cost of equity* berbasis *price earnings growth* ketika diuji oleh persistensi laba berbasis NIBE maupun berbasis kualitas akrual menghasilkan kekuatan model regresi interaksi yang semakin menurun; bahkan secara statistik menunjukkan hasil tidak signifikan.

*Ketiga*, hasil pengujian hipotesis pada model *pertama* menunjukkan bahwa lima hipotesis yang diajukan, semuanya diterima. Artinya, lima variabel yang dimasukkan ke dalam model regresi yaitu *earnings aggressiveness*, *earnings smoothing*, persistensi laba, MODERAT1 dan

MODERAT2 secara statistik signifikan pada level 1%, dan 5%. Secara khusus, variabel interaksi persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) secara statistik signifikan pada level 1%, dan mendominasi koefisien regresi (-0,636). Hasil ini mengindikasikan bahwa persistensi laba secara signifikan mampu memoderasi (lebih khusus lagi *memperlemah*) hubungan antara kekaburan laba (*earnings opacity*) yang disebabkan oleh *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*. Interaksi persistensi laba dan *earnings smoothing* (MODERAT2) juga dapat *memperlemah* hubungan antara *earnings smoothing* dan *cost of equity*.

*Keempat*, hasil pengujian hipotesis pada model *kedua* menunjukkan bahwa interaksi persistensi laba berbasis NIBE dan *earnings aggressiveness* (MODERAT1) terbukti berperan memoderasi (lebih khusus lagi *memperkuat*) hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *trading volume activity* (TVA). Sedangkan pada MODERAT2, persistensi laba tidak mampu memoderasi hubungan antara *earnings smoothing* dan TVA.

*Kelima*, *earnings aggressiveness* terbukti mendominasi hasil regresi dan secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA. Hasil pengujian mengindikasikan bahwa reaksi pasar dalam bentuk aktivitas perdagangan saham sangat ditentukan oleh perubahan total akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness*. Hasil uji tanda negatif menunjukkan bahwa *earnings aggressiveness* membawa kekaburan laba (*earnings opacity*). Hasil pengujian ini konsisten dengan Bhattacharya *et al.* (2003) menemukan bahwa *earnings aggressiveness* signifikan berpengaruh negatif terhadap TVA.

## 5.2. Implikasi Teori

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

*Pertama*, laba berbasis *net income before extraordinary items* (NIBE) merupakan laba yang lebih persisten daripada berbasis kualitas akrual; khususnya untuk memprediksi biaya ekuitas (*cost of equity*). Model pertumbuhan dividen (*dividend growth model*) terbukti sebagai pendekatan yang lebih baik dan kuat (*robust*) untuk mengukur biaya ekuitas (*cost of equity*) daripada *price earnings growth model*. Hasil penelitian ini didukung oleh argumentasi bahwa laba berbasis NIBE dapat digunakan sebagai sinyal pertumbuhan dividen. Hasil penelitian ini juga didukung oleh *agency theory*, terutama problem *agency* antara manajemen dan pemegang saham mayoritas. Berdasarkan motivasi *signaling*, laporan keuangan (khususnya laporan laba) yang tercermin dalam NIBE dapat digunakan oleh manajemen sebagai *sinyal* untuk mempengaruhi pertumbuhan dividen. Selanjutnya, *dividend growth* dapat digunakan oleh manajemen sebagai dasar penentuan *cost of equity*.

*Kedua*, kebijakan akrual melalui *earnings aggressiveness* mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*) dan direaksi secara negatif oleh pelaku pasar dalam bentuk aktivitas perdagangan saham. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa informasi laba yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* merupakan informasi yang membawa kekaburan laba. Hasil penelitian ini didukung oleh *agency theory*, terutama problem *agency* antara

manajemen dan pemegang saham minoritas. Berdasarkan motivasi *signaling*, publikasi laporan keuangan (khususnya laporan neraca) yang tercermin dalam perubahan total akrual dapat digunakan oleh manajemen sebagai sinyal (negatif) untuk mempengaruhi reaksi pasar yang tercermin dalam *TVA*.

### **5.3. Implikasi Kebijakan**

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

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

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

dan perubahan total akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness*; serta interaksi antara NIBE dan variasi NIBE terhadap CFO yang terkandung dalam *earnings smoothing*. Sedangkan para pelaku pasar dapat menggunakan informasi keuangan, terutama neraca dan lebih khusus lagi perubahan total akrual yang terkandung dalam *earnings aggressiveness* untuk keputusan investasi jangka pendek.

Bagi penyusun standar akuntansi dapat digunakan sebagai masukan dalam membuat kebijakan penyusunan laporan keuangan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan pada catatan kaki (*foot note*) laporan keuangan, khususnya informasi mengenai rasio NIBE/TA dan Total Akrual/ TA. Informasi tersebut diharapkan dapat menambah manfaat laporan keuangan bagi para pemakai laporan, khususnya pemegang saham.

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. Berdasarkan konsep dan bukti empiris menunjukkan bahwa laba dari aktivitas normal (NIBE) merupakan laba yang lebih persisten daripada kualitas akrual. Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti mengenai *proxy* pengukuran persistensi laba. Hasil penelitian ini juga dapat digunakan untuk pengembangan penelitian di bidang keuangan terutama yang terkait dengan penentuan biaya modal (lebih khusus lagi *cost of equity*) dan yang terkait dengan studi pasar modal (khususnya perdagangan saham). Sesuai dengan konsep dan bukti empiris menunjukkan bahwa *dividend growth* lebih tepat

digunakan sebagai pengukuran *cost of equity* daripada berbasis *price earnings growth model*. Bukti empiris ini memberikan kontribusi teoritis mengenai *proxy* pengukuran *cost of equity*, dan didukung oleh asumsi bahwa besarnya *required rate of return* adalah tergantung pada besarnya dividen yang dibagikan oleh manajemen kepada para pemegang saham.

#### **5.4. Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Mendatang**

Keterbatasan penelitian antara lain terletak pada terbatasnya perusahaan yang membagi dividend dan terbatasnya perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di pasar modal. Perilaku data yang cenderung tidak normal juga menyebabkan terbatasnya jumlah observasi yang dijadikan sampel penelitian. Misalnya pada model *pertama* didapat 94 observasi bagi perusahaan yang membagi dividen; dan terdapat data *outliers* sejumlah 18, sehingga data yang dapat diolah sejumlah 76 observasi (81%). Dari 76 observasi dengan 8 variabel penelitian yang dimasukkan ke dalam model, hanya 2 variabel yang mempunyai nilai *mean* lebih besar daripada standar deviasi. Dua variabel tersebut merupakan variabel kontrol, yaitu *B/M ratio* dan *SIZE*. Sedangkan 6 variabel merupakan variabel utama mempunyai nilai *mean* lebih kecil daripada standar deviasinya. Dalam Model *Pertama* ini juga terdapat satu variabel yang mempunyai nilai *mean negatif*, yaitu variabel *earnings aggressiveness*. Keterbatasan ini akan berdampak pada ketepatan prediksi, karena sangat dimungkinkan timbulnya *error* yang disebabkan oleh data *outliers* akan mengganggu konsistensi hasil penelitian.

Pada model *kedua*, variabel yang dimasukkan ke dalam model juga mempunyai karakteristik perilaku data hampir sama dengan model *pertama*. Dari 109 observasi perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di pasar modal terdapat data *outliers* sejumlah 21 observasi, sehingga data yang dapat dianalisis sejumlah 88 observasi (81%). Demikian pula, variabel yang dimasukkan ke dalam model didapat *mean* lebih besar daripada standar deviasinya hanya 3 variabel (TVA, persistensi laba, dan B/M *ratio*); sedangkan 5 variabel lainnya mempunyai nilai *mean* lebih kecil daripada standar deviasi. Pada model *kedua* ini juga terdapat variabel yang mempunyai nilai *mean negatif*, yaitu *earnings aggressiveness* dan MODERAT1. Perilaku data tersebut akan membawa implikasi mengurangi kemampuan prediksi, karena sangat dimungkinkan berhubungan dengan *error* (residual).

Fenomena di Indonesia menunjukkan bahwa rata-rata transaksi perdagangan saham harian secara relatif sangat kecil (sekitar 0,5% dari total saham beredar). Fenomena ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia termasuk *thin market*. Pada penelitian mendatang disarankan untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi TVA. Reaksi pasar yang terkait dengan TVA sebaiknya di-*proxy* dengan *abnormal TVA* atau *cumulative abnormal TVA* melalui *event study*; sehingga lebih dapat menangkap informasi laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan.

### **Daftar Pustaka**

- Albrecht, W.D. and F.M. Richardson. 1990. "Income Smoothing by Economy Sector." *Journal of Business Finance & Accounting*, 17 (5), Winter, 0306-686X: 713 – 730.

- Altamuro, J.; A.L. Beatty; and J. Weber. 2005. "The Effects of Accelerated Revenue Recognition on Earnings Management and Earnings Informativeness: Evidence from SEC Staff Accounting Bulletin No. 101." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April: 373 – 401.
- Bao, B.H. and D.H. Bao. 2004. "Income Smoothing, Earnings Quality and Firm Valuation." *Journal of Business Finance & Accounting*, 31 (9) & (10), November-December, 0306-686X: 1525 – 1557.
- Barth, M.E.; W.H. Beaver; and W.R. Landsman. 2001. "The Relevance of the Value Relevance For Financial Accounting Standard Setting: Another View." *Working Paper*, Stanford University, January: 1 – 41.  
[fbeaver@leland.stanford.edu](mailto:fbeaver@leland.stanford.edu).
- ; D.P. Cram; and K.K. Nelson. 2001. "Accrual and the Prediction of future Cash Flows." *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 1, January: 27 – 58.
- Barton, J. 2001. "Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decision?" *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 1, January: 1 – 26.
- Basu, S. 1997. "Conservatism and the Asymmetric Timelines of Earnings." *Journal of Accounting & Economics*, (24): 3 – 37.
- Beattie, V.; S. Brown; D. Ewers; B. John; S. Manson; D. Thomas; and M. Turner. 1994. "Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach." *Journal of Business & Accounting*, 21(6), September, 0306-686X: 791 – 811.
- Beaver, W.H. 2002. "Perspectives on Recent Capital Market Research." *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, April: 453 – 474.
- Bedard, J.C. and K.M. Johnstone. 2004. "Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, April: 277 – 304.
- Beidleman, C. 1973. "Income Smoothing: The Role of Management." *The Accounting Review*, Vol. 48, No. 4, October: 653 – 667.
- Beneish, M.D. and M.E. Vargus. 2002. "Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing." *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 4, October: 755 – 791.



- Bernard, V.L. and T.L. Stober. 1989. "The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals." *The Accounting Review*, Vol. LXIV, No. 4, October: 624 – 652.
- Bhattacharya, U; H. Daouk; and M. Welker. 2003. "The World Price of Earnings Opacity." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July: 641 – 678.
- Botosan, C.A. and M. A. Plumlee. 2002. "A Re-examination of Disclosure Levels and Expected Cost of Equity Capital." *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, March: 21 – 40.
- ; and ----- . 2005. "Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January: 21 – 53.
- Bowen, R.M; D. Burgstahler; and L.A. Daley. 1986. "Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measurers of Cash Flow." *The Accounting Review*, Vol. LXI, No. 4, October: 713 – 725.
- Brailsford, T. J. 1996. "The Empirical Relationship Between Trading Volume, Returns and Volatility." *Journal of Accounting and Finance*: 89 – 111.
- Brennan, M.J. 1991. "A Perspective on Accounting and Stock Price." *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 1, January: 67 – 79.
- Brigham. 1983. *Fundamentals of Financial Management*. Third Edition. The Dryden Press.
- Burgstahler, D.C. and I.D. Dichev. 1997. "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses." *Journal of Accounting & Economics*, (24): 99 – 126.
- and M.J. Eames. 2003. "Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, Summer: 253 – 294.
- Bushman, R.M. and Smith. 2001. "Financial Accounting Information and Corporate Governance." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 237–333.
- Chae, J. 2005. "Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information." *The Journal of Finance*, Vol. LX, No. 1, February: 413 – 442.
- Chao, C.; R.L. Kelsey; S. Horng; and C. Chiu. 2004. "Evidence of Earnings Management from the Measurement of the Deferred Tax Allowance Account." *The Engineering Economist*, (49): 63 – 93.

- Chan, K; L.K.C. Chan; N. Jekadeesh; and J. Lakonishok. 2001. "Earnings Quality and Stock Returns." *Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research (NBER), May: 1 – 23.
- Chen, K.C.W. and H. Yuan. 2004. "Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Rights Issues." *The Accounting Review*, Vol. 79, No.3, July: 645 – 665.
- Cheng, C.S.A; C. Liu; and T. F. Schaefer. 1996. "Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations." *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No.1, Spring: 173 – 181.
- Cheng, Q and T. D. Warfield. 2005. "Equity Incentives and Earnings Management." *The Accounting Review*, Vol. 80, No.2, April: 441–476.
- Cheng, S. 2004. "R&D Expenditures and CEO Compensation." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, April: 305 – 328.
- Collins, D.W.; S.P. Kothari; J. Shanken; and R. Sloan. 1994. "Lack of Timelines and Noise as Explanations for The Low Contemporaneous Return-Earnings Association." *Journal of Accounting & Economics*, (18): 289–324.
- Dechow, P.M.; R.G. Sloan; and A.P. Sweeney. 1995. "Detecting Earnings Management." *The Accounting Review*, Vol. 70, April: 193 – 225.
- and I.D. Dichev. 2002. "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors." *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement: 35 – 59.
- DeFond, M.L. and C.W. Park. 2001. "The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises." *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 3, July: 375 – 404.
- Desai, H; S. Rajgopal; and M. Venkatachalam. 2004. "Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two?" *The Accounting Review*, Vol. 79, April: 355 – 385.
- Dye, R.A. 2001. "An Evaluation of 'Essays on Disclosure' and The Disclosure Literature in Accounting." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 181 – 235.
- Eames, M.J. and S.M. Glover. 2003. "Earnings Predictability and the Direction of Analysts' Earnings Forecast Errors." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July: 707 – 724.

- Easley D and M. O'Hara. 2004. "Information and the Cost of Capital." *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 4, August: 1553 – 1583.
- Easton, P.D. 2004. "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 1, January: 73 – 95.
- and S.J. Monahan. 2005. "An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April: 501 – 538.
- Eckel, N. 1981. "The Income Smoothing Hypotheses Revisited." *Abacus*, June: 28 – 40.
- Ecker, F.; J. Francis; I. Kim; P.M. Olsson; and K. Schipper. 2006. "A Return-Based Representation of Earnings Quality." *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 4, July: 749 – 780.
- Fairfield, P.M.; J.S. Whisenant; and T.L. Yohn. 2003. "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 1, January: 353 – 371.
- Fama, E.F. and K.R. French. 2002. "The Equity Premium." *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 2, April: 637 – 659.
- Francis, J.; R. LaFond; P.M. Olsson; and K. Schipper. 2004. "Costs of Equity and Earnings Attributes." *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 4, Oktober: 967 – 1010.
- Freeman, R.; J. Ohlson; and S. Penman. 1982. "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation." *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, Autumn: 3 – 42.
- Ghozali, I. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi II: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Aconometrics*. Fourth Edition. International Edition: McGraw-Hill Higher Education.
- Hanlon, M. 2005. "The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When firms Have Large Book-Tax Differences." *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January: 137 – 166.
- Harris, T.S. and J.A. Ohlson. 1990. "Accounting Disclosures and the Market's Valuation of Oil and Gas Properties: Evaluation of Market Efficiency and Functional Fixation." *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 4, Oktober: 764 – 780.

- Hartono, J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi II: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Healy, P.M. 1985. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions." *Journal of Accounting & Economics*, April: 85 – 107.
- Holthausen, R.W. and R.L. Watts. 2001. "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting." *Journal of Accounting & Economics*, (31): 3– 75.
- Imhoff, E.A., Jr. 1977. "Income Smoothing – A Case for Doubt." *Accounting Journal*, Spring: 85 – 100.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, (3): 305 – 360.
- Jones, C.P. 2004. *Investments: Analysis and Management*. Ninth Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Jones, J.J. 1991. "Earnings Management during Import Relief Investigations." *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, Autumn: 193 – 228.
- Kim, O. and R.E. Verrecchia, 2001. "The Relation among Disclosure, Return, and Trading Volume Information." *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 4, October: 633 – 654.
- Kothari, S.P. 2001. "Capital Market Research in Accounting." *Journal of Accounting & Economics*, (31): 105 – 231.
- ; A. Leone; and C. Wasley. 2005. "Performance Matched Discretionary Accruals." *Journal of Accounting & Economics*, (39): 161 – 197.
- Lambert, R.A. 2001. "Contracting Theory and Accounting." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 3 – 87.
- McConomy, B.J. 1998. "Bias and Accuracy of Management Earnings Forecast: An Evaluation of the Impact of Auditing." *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 2, Summer: 167 – 195.
- McNichols, M.F. 2002. "Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors." *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement: 61 – 69.

- Michelson, S.E.; J.J. Wagner and C.W. Wootton. 1995. "A Market-Based Analysis of Income Smoothing." *Journal of Business & Accounting*, Vol. 22, No. 8, December, 0306-686X: 1179 – 1193.
- ; ----- and ----- . 2000. "The Relationship between the Smoothing of Reported Income and Risk-Adjusted Returns." *Journal of Economics and Finance*, Vol. 24, No. 2, Summer: 141 – 159.
- Moses, O.D. 1987. "Income Smoothing and Incentive: Empirical Tests Using Accounting Changes." *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, April: 358 – 377.
- Nichols, D.C. and J.M. Wahlen. 2004. "How Do Earnings Numbers Relate to Stock Return? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence." *Accounting Horizons*, Vol. 18, No. 4, December: 263 – 286.
- Ohlson, J.A. 2006. "A Practical Model of Earnings Measurement." *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January: 271 – 279.
- and B. Juettner-Nauroth. 2000. "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value". *Working Paper*, New York University.
- Penman, S.H. 2003. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition: McGraw Hill.
- and X.J. Zhang. 2002. "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Return." *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, April: 237 – 264.
- Phillips, J.; M. Pincus and S.O. Rego. 2003. "Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense." *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 2, April: 491 – 521.
- Rajan, M.V. and R.E. Saouma. 2006. "Optimal Information Asymmetry." *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 3, May: 677 – 712.
- Sharma, S.; R.M. Duran and O.G. Arie. 1981. "Identification and Analysis of Moderator Variables." *Journal of Marketing Research*, Vol. XVIII, August: 291 – 300.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Edition: Prentice Hall, Canada Inc.
- Sloan, R.G. 1996. "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings?" *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, July: 289 – 315.

- , 2001. "Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 335– 347.
- Sougiannis, T. 1994. "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D." *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, January: 44 – 68.
- Sutopo, B. 2001. *Dampak Pemoderasi Perataan Laba terhadap Kandungan Informasi Inkremental Arus Kas*. Disertasi. Program Doktor Ilmu Ekonomi. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Tucker, J.W. and P.A. Zarowin. 2006. "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?" *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January: 251 – 270.
- Verrecchia, R.E. 2001. "Essays on Disclosure." *Journal of Accounting & Economics*, (32): 97– 180.
- Watts, R. L. 2003. "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications." *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, September: 207 –221.
- Wilson, G.P. 1987. "The Incremental information Content of the Accrual and funds Components of Earnings after Controlling for Earnings." *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, April: 293 – 322.
- Worthington, A.C and H. Higgs. 2004. "Art as An Investment: Risk, Return and Portfolio Diversification in Major Painting Markets." *Accounting and Finance*, 44: 257 – 271.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 1999. *Standar Akuntansi Keuangan*. Penerbit: Salemba Empat. Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research. 2006. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta.

