

PERAN PERSISTENSI LABA TERHADAP HUBUNGAN ANTARA KEAGRESIFAN LABA DAN BIAYA EKUITAS

The Role of Earnings Persistence on the Association Between Earnings Aggressiveness and Cost of Equity

Sunarto

Program Studi Akuntansi Universitas Stikubank
Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang 50233
e-mail: sunarto@unisbank.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini menguji peran persistensi laba sebagai variabel pemoderasi dalam hubungan antara keagresifan laba dan biaya ekuitas. Kontribusi penelitian ini adalah menjelaskan dan memperluas penelitian terdahulu mengenai peran persistensi laba terhadap hubungan antara keagresifan laba dan biaya ekuitas. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang membagi dividen dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004/2005 dan 2005/2006. Hipotesis diuji dengan menggunakan regresi kuasi moderasi berbasis interaksi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa persistensi laba berbasis NIBE adalah kuat sebagai variabel pemoderasi dalam hubungan antara keagresifan laba dan biaya ekuitas. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa persistensi laba NIBE memperlemah hubungan antara keagresifan laba dan biaya ekuitas berbasis pertumbuhan dividen.

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

ABSTRACT

This study investigated the role of earnings persistence as moderating variable in the associations between earnings aggressiveness and cost of equity. The contribution of this study is to explain and explore the previous research about the role of earnings persistence on the association between earnings aggressiveness and cost of equity. This study uses sample of the firms which payed dividend and listed in Indonesian Stock Exchange during the period 2004/2005 and 2005/2006. The hypothesis was tested using quasi moderating between earnings aggressiveness, earnings persistence, interaction of earnings persistence and earnings aggressiveness on the cost of equity. Method of analysis uses quasi moderator type based on interaction regressions. The result of this study shows that NIBE based earnings persistence is robust as the moderating variable on the association between earnings aggressiveness and dividend growth based cost of equity. The result of this study indicate that NIBE based earnings persistence to weak on the association between earnings aggressiveness and dividend growth based cost of equity.

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

PENDAHULUAN

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

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

Kebijakan akrual diskresi yang dilakukan oleh manajemen membawa dua konsekuensi. *Pertama*, jika kebijakan tersebut membawa

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

Kebijakan akrual yang menghasilkan persistensi laba adalah kualitas akrual (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002); sedangkan kebijakan akrual yang menghasilkan keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) 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. Sementara, bagi pihak manajemen pertumbuhan dividen berdampak pada peningkatan biaya ekuitas (*cost of equity*).

Berdasarkan uraian tersebut muncul permasalahan: “bagaimanakah peran persistensi laba terhadap hubungan antara *earnings aggressiveness* dan *cost of equity*.”

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

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*).

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*).

Model hubungan *principal-agent* diharapkan dapat memaksimalkan utilitas *principal*, dan dapat memuaskan serta menjamin agen untuk menerima *reward* dari hasil aktivitas pengelolaan perusahaan. Ketika pemilik tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajemen, maka secara potensial manajemen dapat menentukan kebijakan yang mengarah pada peningkatan *level* kompensasinya. Rajan dan Saouma (2006) menyatakan bahwa besarnya kompensasi yang diterima oleh pihak manajemen (*agent*) tergantung pada besarnya laba/ profit (π) yang dihasilkan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati dengan pihak pemilik (*owner*). Besarnya laba yang diinformasikan melalui laporan keuangan, tidak

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

Penelitian ini menggunakan *agency theory* (lebih khusus lagi motivasi *signaling*), dengan alasan bahwa publikasi laporan keuangan tahunan yang disajikan oleh perusahaan, apakah dapat memberikan sinyal pertumbuhan dividen (*proxy* dari *cost of equity*). Atas dasar motivasi *signaling*, manajemen terdorong untuk menyajikan laporan laba yang mengarah pada persistensi laba. Ketika para pemakai laporan keuangan (terutama investor) memandang laba perusahaan *sustainable*, maka *expected dividend yield* tumbuh secara stasioner (Fama dan French, 2002).

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 pertama dapat dirumuskan ke dalam hipotesis alternatif 1 (H1) sebagai berikut:

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

Persistensi Laba dan Cost of Equity

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). 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* berbasis *dividend growth model*.

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

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

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

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

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

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

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

laba dan *earnings aggressiveness* akan menghasilkan tanda negatif dan signifikan.

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

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

1. METODE PENELITIAN

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan selain sektor property dan sektor keuangan, dan saham perusahaan terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) (sekarang Bursa Efek Indonesia, BEI) 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*, pada saat publikasi laporan keuangan, perusahaan mencantumkan besaran pembagian dividen. *Ketiga*, tidak terdapat data *outliers*.

Data yang diperlukan berupa: (1) items laporan keuangan yang sesuai dengan variabel penelitian; dan (2) besaran dividen yang dibagi. Items laporan keuangan didapat dari neraca dan laporan laba-rugi. Items yang bersumber dari neraca meliputi pos-pos berikut: (1) Kas dan setara kas; (2) Aktiva lancar (*current assets, CA*); (3) Kewajiban lancar (*current liabilities, CL*); (4) Utang jangka panjang yang jatuh tempo tahun berjalan (*short term debts, STD*); (5) Utang pajak (*tax payable, TP*); (6) Penyusutan (*depreciation, Dep*); (7) Total aktiva (*total assets, TA*); (8) Ekuitas (*Equity*). Items yang bersumber dari laporan laba-rugi meliputi: (1) Laba dari aktivitas normal (*Net income before extraordinary items, NIBE*); dan (2) Dividen.

Pengukuran Variabel Penelitian

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

Earnings aggressiveness didefinisikan sebagai tindakan manajemen yang mengarah pada kecenderungan menunda pengakuan rugi dan mempercepat pengakuan laba, dan selanjutnya berdampak pada penurunan kualitas laba. *Earnings aggressiveness* juga merupakan tindakan manajemen yang berhubungan dengan manipulasi laba dengan cara menaikkan nilai komponen-komponen akrual dan pada saat yang sama

menurunkan biaya, sehingga laba yang dilaporkan lebih tinggi daripada laba sesungguhnya. Pada penelitian ini, *earnings aggressiveness* menggunakan pendekatan total akrual.

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

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

Berdasarkan konsep tersebut, pengukuran variabel penelitian disajikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1. Pengukuran Variabel Penelitian

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

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

Teknik Analisis

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

$$\text{COE.DIV} = \alpha + \beta_1 \text{PRSTNIBE} + \beta_2 \text{EAR.AGRS} + \beta_3 \text{MODERAT} + \beta_4 \text{SIZE} + \varepsilon$$

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

PRSTNIBE : *Earnings Persistence* berbasis NIBE;

EAR.AGRS : *Earnings Aggressiveness*;

MODERAT : Interaksi PRSTNIBE*EAR.AGRS;

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

ε : *Error term*.

Model *quasi moderator* tersebut didasarkan pada model Sharma *et al.* (1981) dan Tucker & Zarowin (2006).

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif pada model *pertama*, yaitu model yang diprediksikan mempengaruhi biaya modal (*cost of equity*) berbasis *dividend growth* (COE.DIV) adalah variabel-variabel: persistensi laba berbasis NIBE (NIBE_TA), *earnings aggressiveness* (EAR.AGRS), interaksi antara persistensi laba dan *earnings aggressiveness* (MODERAT), dan besaran perusahaan (SIZE). Pada tahap awal pengolahan, jumlah sampel adalah 94 observasi, terdiri dari perusahaan yang membagi dividen pada tahun 2005 dan 2006 masing-masing sejumlah 47 perusahaan. Namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, jumlah sampel mengalami penurunan menjadi 77 observasi. Statistik deskriptif terhadap 77 observasi disajikan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

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

Sumber: Lampiran 1; angka 4.1.2.

Berdasarkan Tabel 2 nampak bahwa sampel penelitian (N) sejumlah 77 observasi. Jumlah sampel ini pada awalnya sejumlah 94 observasi, namun setelah dilihat normalitas *error* terdapat 17 observasi merupakan data *outliers*. Dengan demikian sampel terpilih adalah 81 persen dari total sampel awal (77/94). Pada model tersebut, perhitungan biaya modal didasarkan pada pertumbuhan dividen (*cost of equity* berbasis *dividend growth model*). Berdasarkan Tabel 3.2 juga menunjukkan bahwa variabel *earnings* (persistensi laba, *earnings aggressiveness*, dan pemoderasinya) memiliki nilai standar deviasi lebih besar daripada *mean*. Ini berarti data yang berhubungan dengan variabel *earnings* sangat bervariasi. Hal ini disebabkan antara lain oleh faktor kondisi perolehan laba yang dihasilkan oleh perusahaan sampel sangat fluktuatif.

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

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

bahwa laporan laba mengarah pada kekaburan laba (*earnings opacity*).

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

Hasil Pengujian Model dan Hipotesis

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu melihat nilai *R-square* dan signifikansi *F* (Gujarati, 2003). Hasil pengujian menunjukkan bahwa *R-square* sebesar 0,451 dan $F = 14,799$ (*sig.* 0,000). Hasil pengujian model regresi disajikan pada Tabel 3.3. Berdasarkan Tabel 3.3 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 45,1 persen (seperti ditunjukkan oleh $R^2 = 0,451$); sedangkan sisanya 54,9% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model regresi

Tabel 3. Hasil Regresi *Quasi Moderator*: Persistensi NIBE, Aggressiveness, SIZE, dan MODERAT pada *Cost of Equity* berbasis *Dividend Growth Model*

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

Sumber: Lampiran 1; angka 4.5

Keterangan: **: signifikan pada level 1%

* : signifikan pada level 5%

Secara rinci dampak pemoderasi persistensi laba (dalam hal ini NIBE_TA) terhadap hubungan antara kekaburan laba (dalam hal ini *earnings aggressiveness*) dan biaya ekuitas (*cost of equity*) dapat dijelaskan berikut. *Pertama*, *earnings persistence* berperan memoderasi (khususnya memperl lemah) hubungan antara *earnings aggressiveness* (MODERAT) dan *cost of equity* sebesar 0,402. Secara statistik, dampak pemoderasian ini sangat signifikan pada level kurang dari 1% (*t-statistic* -3,318; *sig.* 0,001). *Kedua*, *earnings persistence* berperan sebagai *quasi moderator*, dan secara langsung berpengaruh positif terhadap *cost of equity* sebesar 0,568 (*t-statistic* 6,032; *sig.* 0,000). *Ketiga*, *earnings aggressiveness* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity*. Sementara, variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model regresi menunjukkan bahwa besaran perusahaan (SIZE) diukur dari *Log_BM* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *cost of equity* pada level kurang dari 1% (*t* = 3,938; *sig.* 0,000) dengan koefisien regresi 0,345. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dinyatakan bahwa tiga hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini (H1, H2, dan H3) diterima.

Pembahasan

Pada sub bab pembahasan ini disajikan beberapa hal berikut: (1) perbandingan model; dan (2) pembahasan hasil uji hipotesis. Model yang telah diuji tersebut akan dibandingkan dengan model alternati lain yang meliputi: (a) model berbasis *pure moderator*; (b) model moderasi berbasis kontekstual; dan (c) *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* berdasarkan *quasi moderator*.

Perbandingan model moderasi tersebut didasarkan pada Sharma *et al.* (1981) yang menyatakan bahwa model moderasi dapat dibedakan ke dalam dua model, yaitu *quasi moderator* dan *pure moderator*. Sementara, model moderasi berbasis kontekstual didasarkan pada Cheng (1996), dan Tucker & Zarowin (2006). Sedangkan perbandingan model mengenai *cost of equity* berbasis *price earnings growth model* didasarkan pada Easton (2004). Hasil pengujian perbandingan model disajikan berikut pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Pengujian Perbandingan Model

Uraian	Koefisien		Koefisien	
	<i>Quasi Moderator</i>	<i>Pure Moderator</i>	<i>Kontektual</i>	<i>CoE berbasis rPEG</i>
<i>Predictors</i>				
PRST.NIBE	0,568	0,632		0,325
(t-hitung)	(6,032)	(6,586)		(2,857)
(sig.)	(0,000)**	(0,000)**		(0,006)**
EAR.AGRS	0,365		0,248	0,098
(t-hitung)	(3,196)		(1,849)	(0,700)
(sig.)	(0,002)**		(0,069)	(0,486)
MODERAT				
(t-hitung)	-0,402	-0,288	-0,056	-0,108
(sig.)	(-3,318)	(-2,997)	(-0,418)	(-0,737)
	(0,001)**	(0,004)**	(0,678)	(0,464)
SIZE				
(t-hitung)	0,345	0,275	0,432	0,349
(sig.)	(3,398)	(3,077)	(4,143)	(3,255)
	(0,000)**	(0,003)**	(0,000)**	(0,002)**
<i>R Square</i>	0,451	0,445	0,231	0,220
F-hitung	(14,799)	(18,697)	(7,119)	(4,805)
Sig. F	(0,000)**	(0,000)**	(0,000)**	(0,002)**

Sumber: Lampiran 1.

Berdasarkan Tabel 4 tersebut menunjukkan bahwa pada model *pure moderator* mempunyai *R-square* terbesar dibandingkan dengan tiga model lainnya. Namun demikian pada model *pure moderator*, variabel moderatonya signifikan. Sharma *et al.* (1981) menyatakan bahwa jika variabel moderatonya signifikan, model tersebut bukan model *pure moderator*, tetapi lebih mengarah pada model *quasi moderator*. Sementara, pada model *quasi moderator* menghasilkan *R-square* sebesar 0,451 (urutan kedua setelah model *pure moderator*). Pada model *quasi moderator*, variabel pemoderasinya (PRST_NIBE) juga signifikan. Berdasarkan hasil tersebut menunjukkan bahwa model yang paling tepat adalah model *quasi moderator*, khususnya

model yang didasarkan pada *cost of equity* berbasis *dividend growth model*. Sedangkan pada model kontekstual, selain *R-square*-nya rendah ternyata juga terjadi heteroskedastisitas antara variabel *earnings aggressiveness* dan *absolut residual*. Sementara pada model *quasi moderator* atas dasar *cost of equity* berbasis *price earnings growth model (rPEG)* menghasilkan *R-square* yang paling rendah.

Sementara, hasil uji hipotesis juga menunjukkan bahwa tiga hipotesis yang diajukan diterima. Pada hasil uji hipotesis *pertama* mengindikasikan sesuai dengan konsep dinyatakan bahwa keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) didefinisikan sebagai tindakan manajemen yang

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

Pada hasil uji hipotesis *kedua* mengindikasikan bahwa persistensi laba (*earnings of persistence*) merupakan laba yang mempunyai kemampuan sebagai indikator laba periode mendatang (*future earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan secara berulang-ulang (*repetitive*) dalam jangka panjang (*sustainable*) (Penman, 2003). 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. Kebijakan persistensi laba berbasis NIBE menunjukkan laba dari proses akrual dan kas selama perusahaan beraktivitas secara normal. Manajemen melalui proses akrual dimotivasi oleh perilaku *opportunistic*. Hasil kebijakan akrual dan arus kas selama perusahaan beraktivitas, selanjutnya digunakan sebagai sinyal kepada para pemegang saham (*principals*) untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham

(*principals*) yang tercermin dalam pertumbuhan dividen.

Pada hasil uji hipotesis *ketiga* mengindikasikan bahwa jika laba mengandung informasi kualitas yang tinggi (persisten), maka laba yang persisten tersebut mampu menurunkan kekaburan laba yang disebabkan oleh kebijakan akrual yang menghasilkan keagresifan laba. Hasil pengujian hipotesis ini didukung oleh argumentasi bahwa laba berbasis NIBE lebih persisten daripada berbasis kualitas akrual. 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.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian, penelitian ini menghasilkan temuan yang dapat disimpulkan sebagai berikut.

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

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

Ketiga, hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa tiga hipotesis yang diajukan, semuanya diterima. Secara khusus, variabel persistensi laba (NIBE/TA) secara statistik mendominasi koefisien regresi (0,568) dan diikuti oleh variabel MODERAT. Hasil ini mengindikasikan bahwa persistensi laba secara

signifikan mampu memoderasi (lebih khusus lagi *memperlemah*) hubungan antara keagresifan laba (*earnings aggressiveness*) dan *cost of equity*.

Implikasi Teoritis

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

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

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

Implikasi Kebijakan

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

Bagi manajemen, kebijakan penyajian laporan keuangan khususnya laba dari aktivitas normal (*net income before extraordinary items*, NIBE) dapat digunakan sebagai sinyal positif terhadap pertumbuhan dividen. Sesuai dengan

agency theory, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh manajemen untuk menyelesaikan problem *agency* antara manajemen dan pemegang saham mayoritas. Sesuai dengan motivasi *signaling*, NIBE dapat digunakan sebagai sinyal untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham melalui pertumbuhan dividen. Selanjutnya, pertumbuhan dividen dapat digunakan oleh manajemen sebagai dasar penentuan *cost of equity*.

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

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

Keterbatasan dan Saran Penelitian Mendatang

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

DAFTAR PUSTAKA

- Altamuro, J.; A.L. Beatty; and J. Weber. 2005. "The Effects of Accelerated Revenue Recognition on Earnings Management and Earnings Informativeness: Evidence from SEC Staff Accounting Bulletin No. 101."

- The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April: 373 – 401.
- 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.
- Bhattacharya, U; H. Daouk; and M. Welker. 2003. “The World Price of Earnings Opacity.” *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July: 641 – 678.
- Bushman, R.M. and Smith. 2001. “Financial Accounting Information and Corporate Governance.” *Journal of Accounting & Economics*, (32): 237– 333.
- 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.
- 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.
- Dechow 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.
- Easton, P.D. 2004. “PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital.” *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 1, January: 73 – 95.
- and S.J. Monahan. 2005. “An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns.” *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, April: 501 – 538.
- Ecker, F.; J. Francis; I. Kim; P.M. Olsson; and K. Schipper. 2006. “A Return-Based Representation of Earnings Quality.” *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 4, July: 749 – 780.
- 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.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Aconometrics*. Fourth Edition. International Edition: McGraw-Hill Higher Education.
- Healy, P.M. 1985. “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions.” *Journal of Accounting & Economics*, April: 85 – 107.
- 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.
- Kothari, S.P. 2001. “Capital Market Research in Accounting.” *Journal of Accounting & Economics*, (31): 105 – 231.
- Lambert, R.A. 2001. “Contracting Theory and Accounting.” *Journal of Accounting & Economics*, (32): 3 – 87.
- Penman, S.H. 2003. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Editon: 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.
- 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.

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.

Tucker, J.W. and P.A. Zarowin. 2006. "Does Income Smoothing Improve Earnings

Informativeness?" *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January: 251 – 270.

Institute for Economic and Financial Research. 2007. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta.

LAMPIRAN

Lampiran 1: Hasil Uji Model

1.1. Cost of Equity berbasis *Dividend Growth Model*Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,672 ^a	,451	,421	,04560535	1,881

a. Predictors: (Constant), Moderat, Log M_Cap, NIBE_TA, Aggressiveness

b. Dependent Variable: Div_Growth

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,123	4	,031	14,799	,000 ^a
	Residual	,150	72	,002		
	Total	,273	76			

a. Predictors: (Constant), Moderat, Log M_Cap, NIBE_TA, Aggressiveness

b. Dependent Variable: Div_Growth

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,166	,059		-2,828	,006		
	NIBE_TA	4,975	,825	,568	6,032	,000	,859	1,164
	Aggressiveness	,190	,059	,365	3,196	,002	,585	1,709
	Log M_Cap	,036	,009	,345	3,938	,000	,994	1,006
	Moderat	-34,401	10,368	-,402	-3,318	,001	,520	1,923

a. Dependent Variable: Div_Growth

1.2. CoE_Div berbasis Pure Moderator

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,667 ^a	,445	,421	,04256082	,445	18,697	3	70	,000

a. Predictors: (Constant), Log M_Cap, NIBE_TA, Moderat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,102	3	,034	18,697	,000 ^a
	Residual	,127	70	,002		
	Total	,228	73			

a. Predictors: (Constant), Log M_Cap, NIBE_TA, Moderat

b. Dependent Variable: Div_Growth

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,114	,056		-2,016	,048
	NIBE_TA	5,065	,769	,632	6,586	,000
	Moderat	-24,306	8,111	-,288	-2,997	,004
	Log M_Cap	,027	,009	,275	3,077	,003

a. Dependent Variable: Div_Growth

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,010	,031		,340	,735		
	NIBE_TA	-,706	,416	-,212	-1,696	,094	,862	1,160
	Moderat	-,453	4,389	-,013	-,103	,918	,857	1,166
	Log M_Cap	,004	,005	,103	,880	,382	,991	1,009

a. Dependent Variable: ABS_RES

1.3. CoE_Div berbasis Model Kontekstual

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,481 ^a	,231	,199	,04545553	1,885

a. Predictors: (Constant), Log M_Cap, Aggressiveness, Moderat

b. Dependent Variable: Div_Growth

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,165	,059		-2,811	,006		
	Aggressiveness	,108	,059	,248	1,849	,069	,601	1,665
	Moderat	-4,048	9,696	-,056	-,418	,678	,599	1,670
	Log M_Cap	,038	,009	,432	4,143	,000	,996	1,004

a. Dependent Variable: Div_Growth

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,044	3	,015	7,119	,000 ^a
	Residual	,147	71	,002		
	Total	,191	74			

a. Predictors: (Constant), Log M_Cap, Aggressiveness, Moderat

b. Dependent Variable: Div_Growth

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,015	,031		,495	,622		
	Aggressiveness	,073	,031	,346	2,359	,021	,601	1,665
	Moderat	-9,766	5,135	-,279	-1,902	,061	,599	1,670
	Log M_Cap	,004	,005	,083	,727	,469	,996	1,004

a. Dependent Variable: ABS_RES

1.4. Cost of Equity berbasis *Price Earnings Growth Model*

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,469 ^a	,220	,175	,02852219	,220	4,805	4	68	,002

a. Predictors: (Constant), Earn_Agrsive, Log M_Cap, NIBE_TA, Aggressiveness

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,016	4	,004	4,805	,002 ^a
	Residual	,055	68	,001		
	Total	,071	72			

a. Predictors: (Constant), Earn_Agrsive, Log M_Cap, NIBE_TA, Aggressiveness

b. Dependent Variable: CoE_rPEG

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,081	,036		-2,240	,028
	NIBE_TA	1,470	,515	,325	2,857	,006
	Aggressiveness	,025	,036	,098	,700	,486
	Log M_Cap	,018	,006	,349	3,255	,002
	Earn_Agrsive	-4,916	6,674	-,108	-,737	,464

a. Dependent Variable: CoE_rPEG