

PENGARUH KUALITAS LABA TERHADAP ASIMETRI INFORMASI DAN BIAYA EKUITAS

Agung Putra Sulaiman

Lodovicus Lasdi

Yohanes Harimurti

Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

*lodovicus@ukwms.ac.id

ARTICLE INFO

Article history:

Received September 26, 2013

Revised November 18, 2013

Accepted December 21, 2013

Key words:

Kualitas Laba, Asimetri Informasi, Biaya Ekuitas, Analisis Jalur

ABSTRACT

Investor will submit their investment when rate of return is exceeding required cost of equity. Cost of equity is defined based on various information, one of them is earning information. Earning information with good quality will be more relevant for influencing investor decision making. In the other side, Lambert, et al. (2011) found that information asymmetry related to cost of capital, which is included cost of equity, and Bhattacharya, et al. (2011) found that earning quality related to information asymmetry. Based on these findings, it supposed to be direct relation from earning quality to cost of equity and indirect relation through information asymmetry. The purpose of this quantitative research is find empirical evidence for examine and analyze mediated relation from earning quality to cost of equity through information asymmetry. The research object is manufacturing companies that is listed in Indonesian Stock Exchange in 2009. Sample of this research is 64 companies that is selected using purposive sampling technic. The hypothesis examination is using path analysis technic.

The result of this research shows that there is no mediated relation from earning quality to cost of equity through information asymmetry. This result can be caused by some circumstances which is information asymmetry don't support mediated relation from earning quality to cost of equity, or difference of sample or research period, or there is a difference of Indonesia stock market characteristic compared to other, or there is a difference of investor behaviour. In addition, another finding that consistent with Bhattacharya, dkk. (2012) which is direct relation is stronger compared to indirect relation, moreover in this research indirect relation isn't supported by reliable statistic evidence.

ABSTRAK

Investor akan berinvestasi ketika tingkat pengembalian melebihi biaya ekuitas yang ditentukan. Biaya ekuitas ditentukan berdasarkan berbagai informasi, salah satunya adalah informasi laba. Informasi laba dengan kualitas yang baik akan lebih relevan dalam mempengaruhi pengambilan keputusan investor. Di sisi lain Lambert, dkk (2011) menemukan bahwa asimetri informasi berpengaruh terhadap biaya modal, termasuk biaya ekuitas, sedangkan Bhattacharya, dkk (2011) menemukan bahwa kualitas laba berpengaruh terhadap asimetri informasi. Berdasarkan temuan-temuan ini, seharusnya terdapat pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas dan pengaruh tidak langsung melalui asimetri informasi. Tujuan dari penelitian kuantitatif ini adalah menguji dan menganalisis pengaruh mediasi kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi dengan mencari bukti empiris. Objek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009. Sampel penelitian ini adalah 64 perusahaan yang dipilih dengan teknik purposive sampling. Pengujian hipotesis menggunakan teknik analisis jalur.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh mediasi kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi. Hal ini bisa disebabkan beberapa hal yaitu asimetri informasi tidak memediasi kualitas laba terhadap biaya ekuitas, atau perbedaan sampel dan periode penelitian, atau karakteristik pasar modal Indonesia yang berbeda, atau perbedaan perilaku investor. Sebagai tambahan, temuan lain yang sesuai dengan Bhattacharya, dkk. (2012) yaitu pengaruh langsung lebih kuat dibandingkan pengaruh tidak langsung, bahkan dalam penelitian ini pengaruh tidak langsung tidak didukung oleh bukti statistik yang andal.

PENDAHULUAN

Financial Accounting Standard Boards (FASB) dan International Accounting Standard Boards (IASB) menyatakan pelaporan keuangan bertujuan menyediakan informasi yang dibutuhkan untuk pengambilan keputusan oleh penyedia modal. Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) menyatakan tujuan laporan keuangan yang tidak jauh berbeda dari tujuan pelaporan keuangan FASB dan IASB, yaitu memberikan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja keuangan, dan arus kas entitas, yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam pembuatan keputusan ekonomi (PSAK 1 revisi 2009). Salah satu pengguna dari laporan keuangan dalam tujuan laporan keuangan IAI adalah penyedia modal.

Penyedia modal sendiri dapat dibedakan menjadi dua atas dasar kepemilikannya, yaitu pemegang saham (selanjutnya disebut investor) karena mempunyai kepemilikan di perusahaan dan kreditor karena tidak mempunyai kepemilikan di perusahaan. Perbedaan investor dan kreditor yang lainnya adalah tingkat pengembalian (*return*) yang diperoleh, di mana secara umum kreditor akan memperoleh pengembalian yang tetap, sedangkan investor berubah-ubah karena bergantung pada nilai saham dan dividen yang diperoleh. Keputusan investor dalam memberikan modal, berupa ekuitas bagi perusahaan, menarik untuk diamati karena selain tidak adanya tingkat pengembalian yang pasti, penyerahan modal dari investor juga memberikan kepemilikan pada investor tersebut.

Sebelum mengambil keputusan investasi pada perusahaan tertentu, investor akan menilai prospek investasi yang akan mereka lakukan. Investor akan menentukan tingkat pengembalian tertentu dan menilai apakah perusahaan dapat memenuhi tingkat pengembalian tersebut sebelum memutuskan berinvestasi. Tuntutan investor untuk memperoleh pengembalian yang dapat mengompensasi ketidakmampuan mereka untuk mengonsumsi modal yang diberikan ke perusahaan (nilai waktu uang) dan premi risiko karena menanggung risiko sistematis yang tidak didiversifikasi adalah biaya ekuitas (Wahlen, Baginski, dan Bradshaw, 2011: 889). Bruner, Eades, Harris, dan Higgins (1998) menyatakan bahwa biaya modal, yang di dalamnya terdapat biaya ekuitas, menyediakan *benchmark* bagi investor. Bruner, dkk. (1998) juga menyatakan hanya perusahaan yang melebihi biaya modal dapat menciptakan profit ekonomis atau nilai bagi investor.

Biaya ekuitas yang rendah berarti tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor rendah dan memudahkan investor berinvestasi terhadap perusahaan tersebut. Naiknya jumlah investasi dalam pasar modal akan meningkatkan likuiditas pasar modal tersebut dan mengindikasikan pasar modal yang sehat. Investor bisa menentukan biaya ekuitas berdasarkan dari informasi yang mereka miliki. Dalam berbagai penelitian terdahulu (Bhattacharya, Ecker, Olsson, dan Schipper, 2012; Sutanto dan Siregar, 2012; Murwaningsari, 2012) menunjukkan setidaknya informasi mengenai ukuran perusahaan dan beta memberikan pengaruh terhadap besarnya biaya ekuitas. Selain itu, salah satu sumber utama informasi berasal dari laporan keuangan, di mana hal ini sejalan dengan tujuan pelaporan keuangan yaitu memberikan informasi bagi pengambil keputusan.

Berbagai penelitian empiris membuktikan bahwa laba sebagai salah satu pos dalam laporan keuangan merupakan sumber utama informasi spesifik perusahaan bagi investor untuk mengambil keputusan (Biddle, Seow dan Siegel, 1995; Francis, Schipper, dan Vincent, 2003; Liu, Nissim, dan Thomas, 2002 dalam Francis, LaFond, Olsson, dan Schipper, 2004). Francis, dkk. (2004) menyatakan investor lebih mengandalkan laba dibandingkan pengukuran kinerja lain, seperti dividen, arus kas, dan variasi laba yang lain, misalnya laba sebelum depresiasi, amortisasi, pajak, dan bunga. Faktanya, beberapa media elektronik menuliskan bahwa investor bereaksi terhadap pengumuman laba, di mana harga dari saham-saham yang tergabung dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penguatan karena adanya pengumuman laba kuartalan (Purwanto, 2013; Sari, 2013).

Laba merupakan rangkuman kinerja perusahaan dan muncul dari sistem akuntansi yang diterapkan perusahaan. Laba yang muncul dari sistem akuntansi sering dikenal sebagai laba akuntansi. Laba akuntansi memiliki masalah pengukuran yang mengurangi kemampuannya untuk merefleksikan realita ekonomi (Subramanyam dan Wild, 2009: 93). Sekalipun demikian, laba akuntansi yang berkualitas dapat memberikan informasi mengenai keuangan perusahaan yang relevan dengan pengambilan keputusan spesifik (Dechow, Ge dan Schrand, 2010). Jadi, kualitas laba yang tinggi akan memberikan informasi, khususnya informasi laba yang relevan agar keputusan yang diambil oleh investor terkait ekuitasnya sesuai dengan kepentingan investor tersebut.

Kualitas laba yang buruk dapat disebabkan kepentingan manajemen yang memberikan informasi tidak sesuai dengan kepentingan investor yang membutuhkan informasi. Dalam hal ini, telah terjadi masalah keagenan, yang menimbulkan risiko bagi investor. Jika kualitas informasi memburuk sehingga berpengaruh terhadap keputusan harga investor, maka terjadi risiko informasi (Francis, LaFond, Olsson, dan Schipper, 2005). Meningkatnya risiko, dalam hal ini risiko informasi, dapat menyebabkan investor melakukan kesalahan dalam pengambilan keputusan. Sebaliknya, jika kualitas laba memiliki atribut-atribut yang baik, maka investor cenderung lebih baik dalam menilai perusahaan, misalnya dikarenakan tingkat prediktabilitas laba yang tinggi, akan menurunkan risiko yang ditanggung investor sekaligus bisa menurunkan biaya ekuitas.

Dalam literatur akademik, terjadi perdebatan apakah benar kualitas laba mempengaruhi biaya ekuitas. Berbagai penelitian menunjukkan bukti bahwa kualitas laba berpengaruh langsung terhadap biaya ekuitas (Francis, dkk., 2004; Francis, dkk., 2005; Setterberg, 2012; dan Wong, 2008). Akan tetapi Jia (2007) menemukan bahwa tidak ada hubungan langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas dan hanya presisi informasi publik yang berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas.

Penemuan Jia (2007) dapat diperjelas dengan model analitis Lambert, Leuz, dan Verrecchia (2011) yang menemukan bahwa pada tingkat kompetisi apapun, presisi informasi akan berpengaruh terhadap biaya modal. Temuan lain Lambert, dkk. (2011) adalah adanya pengaruh asimetri informasi yang meningkatkan biaya modal pada pasar persaingan tidak sempurna, bahkan setelah mengendalikan presisi informasi. Selain itu, Bhattacharya, Desai, dan Ventakaraman (2011) mendapatkan bukti bahwa kualitas laba yang rendah berpengaruh signifikan terhadap tingginya asimetri informasi. Apabila kualitas laba mempengaruhi asimetri informasi dan biaya ekuitas, sedangkan asimetri informasi mempengaruhi biaya ekuitas, maka asimetri informasi dimungkinkan menjadi jalur tidak langsung (mediasi) pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas selain jalur langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas.

Adanya asimetri informasi akan menyebabkan investor dibagi menjadi dua kelompok, yaitu investor berinformasi kurang dan investor berinformasi lebih. Investor berinformasi kurang akan meminta kompensasi ketika bertransaksi dengan investor berinformasi lebih (Botosan, Plumlee, dan Xie 2003; Bhattacharya, dkk., 2011). Kompensasi ini akan berwujud selisih harga *bid* dan *ask*, atau sering disebut dengan *bid-ask spread* (*spread*). Kenaikan risiko karena adanya perbedaan informasi tidak hanya berbentuk *spread*, tapi bisa diwujudkan dalam bentuk kenaikan biaya ekuitas. Kualitas laba yang baik bisa berpengaruh pada asimetri informasi, di mana *spread* menjadi lebih rendah karena informasi yang relevan bagi kedua pihak yang bertransaksi dapat membantu kedua belah pihak untuk bertransaksi dengan lebih adil. Selain itu, Coller dan Yohn (1997) dalam kajian penelitiannya merangkum berbagai penelitian yang meneliti *spread* dan menyatakan ada empat hal yang bisa mempengaruhi *spread*, yaitu harga, varian pengembalian, jumlah transaksi, dan kedalaman kuotasi.

Pada tahun 2013, berdasarkan data olahan Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam Jawa Pos (18 Oktober 2013, hal. 6), pasar saham Indonesia memiliki *spread* lebih tinggi jika dibandingkan dengan beberapa pasar saham lain, yaitu Thailand, Singapura, Malaysia, Hongkong, New York, dan India. Menurut Poltak Hotradero, *Head of Research* BEI dalam Jawa Pos, (18 Oktober 2013, hal. 6) kondisi *spread* yang rendah akan meningkatkan likuiditas pasar saham. Jawa Pos (18 Oktober 2013, hal. 6), memaparkan kebijakan terbaru BEI untuk mengubah *tick price* adalah langkah untuk menekan *spread*, yaitu dari 69,41 basis poin (bps) menjadi 29,2 bps, apabila dihitung berdasarkan statistik.

Fenomena kondisi pasar modal Indonesia menunjukkan pentingnya penelitian terkait asimetri informasi, yang diprosikan oleh *spread*. Penelitian ini akan menginvestigasi pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi dalam analisis jalur. Hasil penelitian ini dapat mengidentifikasi jalur langsung, yaitu pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas dan jalur tidak langsung, yaitu pengaruh tidak langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi. Jalur langsung dalam penelitian ini akan menggunakan ukuran perusahaan dan beta sebagai variabel kontrol, sedangkan jalur tidak langsung dalam penelitian ini akan menggunakan harga, varian pengembalian, jumlah transaksi, dan kedalaman kuotasi sebagai variabel kontrol. Penelitian ini mereplikasi penelitian Bhattacharya, dkk. (2012) yang meneliti topik sejenis. Penelitian ini dilakukan secara empiris dengan mengamati perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2009 dikarenakan adanya keterbatasan data pada tahun-tahun selanjutnya. Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah Apakah asimetri informasi memediasi pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas? Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh mediasi kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kajian Literatur

Teori Keagenan

Teori keagenan muncul sebagai akibat adanya hubungan keagenan antara agen dan prinsipal. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak antara satu atau lebih orang (prinsipal, dalam hal ini investor) terhadap orang lain (agen, dalam hal ini manajemen) untuk menjalankan beberapa kegiatan atas nama mereka termasuk mendelegasikan kewenangan pengambilan keputusan pada sang agen. Jensen dan Meckling (1976) mempercayai apabila kedua belah pihak dalam hubungan tersebut saling memaksimalkan nilai utilitasnya, maka akan muncul berbagai alasan oleh agen untuk tidak mengambil tindakan sesuai dengan kepentingan terbaik bagi prinsipalnya. Adanya perbedaan kepentingan dalam hubungan ini akan muncul biaya keagenan, yaitu jumlah dari biaya pengawasan oleh prinsipal, biaya perikatan oleh agen, dan kerugian residual.

Pada dasarnya, terdapat dua aliran dalam membahas teori keagenan (Jensen, 1983) yaitu teori keagenan positif dan teori prinsipal-agen. Dua aliran ini sama-sama membahas permasalahan dalam teori keagenan mengenai kepentingan prinsipal dan agen yang berbeda untuk memaksimalkan kepentingannya masing-masing dan bagaimana meminimalkan biaya keagenan. Jensen (1983) membedakan kedua aliran tersebut, di mana teori prinsipal agen secara umum matematis dan tidak berorientasi empiris, sedangkan teori keagenan positif secara umum non-matematis dan berorientasi empiris. Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa kedua aliran ini saling melengkapi karena teori keagenan positif dapat menemukan berbagai alternatif kontrak, sedangkan teori prinsipal-agen mengindikasikan kontrak mana yang paling efisien berdasarkan berbagai variabel tertentu, contohnya level ketidakpastian *outcome*, tingkat *risk averse*.

Eisenhardt (1989) menyatakan ada dua masalah yang muncul karena hubungan keagenan. Pertama, prinsipal tidak dapat mengetahui apakah agen sudah bersikap dengan benar. Permasalahan ini muncul karena perbedaan tujuan menyebabkan konflik antara agen dan prinsipal dan sulit atau mahal hal-hal yang dilakukan oleh prinsipal untuk dapat mengetahui apa yang dilakukan oleh agen. Kedua, prinsipal dan agen akan memiliki preferensi yang berbeda terkait keputusan yang akan diambil karena perbedaan preferensi risiko. Salah satu argumen atas preferensi risiko ini adalah bahwa agen akan lebih *risk averse* dibandingkan prinsipal, sebab agen tidak dapat mendiversifikasi pekerjaan mereka, sedangkan prinsipal dapat mendiversifikasi investasi mereka.

Eisenhardt (1989) menyatakan ada dua aspek yang menyebabkan agen tidak bersikap sesuai dengan kontrak dengan prinsipal, yaitu *moral hazard* dan *adverse selection*. *Moral hazard* adalah saat agen memang kurang mengusahakan agar bisa memenuhi kontraknya. Agen hanya mengerjakan sesuai dengan apa yang dijanjikan dalam kontrak dan tidak akan berusaha lebih untuk memperoleh hasil yang lebih. *Adverse selection* muncul karena prinsipal tidak dapat melihat semua kemampuan agen saat waktu perekrutan atau waktu bekerja padahal agen menyatakan bahwa dirinya memiliki sejumlah kemampuan saat akan direkrut. Dalam mengatasi dua aspek ini, Eisenhardt (1989) menyatakan ada dua opsi, yaitu yang pertama adalah berinvestasi pada sistem informasi untuk menunjukkan perilaku agen kepada prinsipal dan membuat kontrak berdasarkan dari hasil atas perilaku agen.

Menurut Hill dan Jones (1992), asimetri informasi terjadi antara manajemen dan pemangku kepentingan. Hal ini disebabkan posisi manajemen sebagai orang dalam perusahaan memiliki posisi untuk menyaring atau menyimpangsiurkan informasi tersebut. Pemangku kepentingan akan sulit untuk mengidentifikasi apakah manajemen bertindak untuk kepentingannya sendiri karena manajemen mengendalikan berbagai informasi penting. Hill dan Jones (1992) menyatakan bahwa respon dari pemangku kepentingan adalah mengumpulkan informasi mengenai aktivitas manajemen, sekalipun hal ini dapat menimbulkan biaya yang besar. Hill dan Jones (1992) juga menyatakan saat sebagian besar pemangku kepentingan yang menguasai sumber daya perusahaan terdifusi, yaitu bukan merupakan kumpulan individu atau entitas yang diatur oleh satu kekuasaan, maka tidak akan ada satu pemangku kepentingan yang sanggup membiayai kegiatan mengumpulkan dan menganalisis informasi dalam rangka menurunkan asimetri informasi. Manajemen pada kondisi ter-

sebut akan memiliki pengendalian diskrisioner yang lebih besar untuk menggunakan sumber daya perusahaan dan bisa meningkatkan rugi residual yang ditanggung pemangku kepentingan.

Kualitas Laba

Hicks (1939, dalam Schipper dan Vincent, 2003) mendefinisikan laba sebagai jumlah yang dapat dikonsumsi, misalnya untuk membayar dividen, selama periode tertentu, sekaligus menyisakan jumlah lain bagi perusahaan di awal dan akhir periode, atau sering juga disebut Laba Hicksian. Schipper dan Vincent (2003) mendefinisikan kualitas laba sebagai "*the extent to which reported earning faithfully represent Hicksian Income.*" Schipper dan Vincent (2003) menyatakan semakin tinggi kualitas laba, menunjukkan bahwa laba adalah penyajian dipercaya (*faithfully representation*) dari laba Hicksian. Subramanyam dan Wild (2009: 112) menyatakan setidaknya ada dua definisi kualitas laba, yaitu pertama sebagai perluasan dari konservatisme yang diadopsi oleh perusahaan, di mana kualitas laba yang tinggi diekspektasi akan menghasilkan rasio *price to earning* (P/E) yang tinggi dibandingkan kualitas laba yang rendah; dan kedua berkaitan dengan distorsi akuntansi, yaitu kualitas laba yang tinggi disebabkan informasi laporan keuangan telah secara akurat menggambarkan aktivitas bisnis perusahaan.

Dechow, dkk. (2010) menyatakan bahwa kualitas laba yang tinggi akan menyediakan lebih banyak informasi mengenai kinerja keuangan perusahaan yang relevan bagi keputusan spesifik yang dibuat oleh pengambil keputusan spesifik. Untuk memperjelas definisinya, Dechow, dkk. (2010) memberikan tiga catatan. Pertama kualitas laba bersifat kondisional terhadap pengambilan keputusan, sebab pengambilan keputusan tidak hanya bergantung dari kualitas laba. Kedua, kualitas dari jumlah laba yang dilaporkan bergantung pada seberapa informatif angka tersebut terhadap kinerja perusahaan, sebab banyak aspek kinerja perusahaan yang tidak dapat diamati. Ketiga, kualitas laba ditentukan secara bersamaan oleh relevansi kinerja keuangan yang menyebabkan keputusan dan juga oleh kemampuan sistem akuntansi mengukur kinerja. Dechow, dkk. (2010) juga menyatakan bahwa kualitas laba ini dapat digunakan untuk setiap keputusan yang bergantung dari representasi informasi kinerja keuangan, tidak hanya dibatasi pada keputusan penilaian ekuitas.

Schipper dan Vincent (2003) menyatakan bahwa kualitas pelaporan keuangan, khususnya kualitas laba, merupakan kepentingan dari pengguna laporan keuangan untuk tujuan kontraktual dan keputusan investasi. Schipper dan Vincent (2003) juga menyatakan bahwa regulator memandang kualitas pelaporan keuangan sebagai indikator tidak langsung dari kualitas standar pelaporan keuangan. Dalam berbagai konteks, Schipper dan Vincent (2003) menunjukkan kepentingan kualitas laba, misalnya pada perjanjian utang dan perjanjian kompensasi. Pada konteks yang lain, Schipper dan Vincent (2003) menyatakan bahwa kualitas laba yang rendah tidak diharapkan oleh investor karena menunjukkan sinyal alokasi sumber daya yang tidak tepat. Dechow dan Scrand (2004, dalam Tong dan Miao, 2011) menyatakan ada tiga karakteristik kualitas laba yang membantu investor dalam melakukan penilaian yaitu (1) merefleksikan kinerja operasi perusahaan saat ini secara akurat; (2) menyediakan indikator yang baik atas kinerja operasi masa depan; dan (3) menyajikan ringkasan yang berguna untuk meng-*assess* nilai perusahaan.

Menurut Subramanyam dan Wild (2009: 112-113), ada beberapa langkah untuk mengevaluasi kualitas laba yaitu pertama, mengidentifikasi dan memeriksa kebijakan akuntansi yang utama, apakah kebijakan akuntansi itu beralasan atau agresif, apakah kebijakan akuntansi itu konsisten dengan yang dipakai di industri dan apakah kebijakan akuntansi itu memiliki dampak kepada angka-angka di laporan keuangan. Kedua, mengevaluasi perluasan dari fleksibilitas akuntansi. Apabila terjadi fleksibilitas akuntansi sehingga bisa terjadi perbedaan antara satu perusahaan dengan perusahaan yang lain atau antara satu industri dengan industri yang lain, telah terjadi kecenderungan menurunnya kualitas laba. Hal ini dikarenakan kualitas laba industri yang tidak terlalu fleksibel cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan yang tidak. Ketiga, menentukan strategi pelaporan perusahaan. Hal penting tentang strategi pelaporan adalah mengevaluasi pengungkapan, sebab ada beberapa pengungkapan mendetail yang dapat menghilangkan kelemahan pada angka-angka laporan keuangan. Keempat, mengidentifikasi dan memeriksa *red flag*. *Red flag* adalah item yang menandakan bahwa secara potensial telah ada problem serius terhadap perusahaan.

Berkaitan dengan asimetri informasi, Bhattacharya, dkk. (2011) menemukan rendahnya kualitas laba, baik bawaan maupun diskrisioner, berpengaruh signifikan dengan meningkatnya asimetri in-

formasi. Kualitas laba yang dilaporkan perusahaan dipengaruhi oleh lingkungan operasi dan model bisnis serta keputusan pelaporan diskresioner yang dibuat oleh manajer. Bhattacharya, dkk. (2011) menyatakan perbedaan kemampuan antara investor yang satu dengan yang lain untuk memproses informasi, kualitas laba yang rendah dapat memberikan perbedaan terhadap investor terinformasi. Semakin tinggi asimetri informasi, maka semakin tinggi pula risiko tertentu bagi pemain pasar.

Schipper dan Vincent (2003) membagi konstruk kualitas laba ke dalam empat kelompok, yaitu *time series* properti laba, yang terdiri atas persistensi, kemampuan prediktif, dan variabilitas; karakteristik kualitatif yang dipilih dari rerangka konseptual FASB, yaitu relevansi, reliabilitas, dan komparabilitas; hubungan antara laba, kas, dan akrual, yaitu rasio arus kas dari kegiatan operasi terhadap laba, perubahan pada total akrual, estimasi langsung dari akrual abnormal menggunakan fundamental akuntansi, dan estimasi langsung atas pengaruh akrual terhadap kas; dan efek dari keputusan implementasi, misalnya estimasi kesalahan dalam akrual yang tidak disengaja dan manipulasi akrual yang disengaja.

Dalam penelitian Francis, dkk. (2008) terdapat empat proksi yang digunakan untuk mengukur kualitas laba, yaitu:

- a. Kualitas akrual, menggunakan deviasi standar dari residual dari model Dechow & Dichev (model D&D) (2002) yang dimodifikasi McNichols (2002). Semakin besar deviasi standar berarti semakin buruk kualitas akrual.

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \beta_{0,j} + \beta_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \beta_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \beta_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \beta_{4,j} \frac{\Delta Rev_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \beta_{5,j} \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

Keterangan:

$TCA_{j,t}$ = Total akrual sekarang perusahaan j tahun t, di mana:

$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STD_{j,t}$

$Assets_{j,t}$ = Rata-rata total aset perusahaan j tahun t dan t - 1.

$CFO_{j,t}$ = Arus kas operasi perusahaan j tahun t, di mana:

$CFO_{j,t} = NIBE_{j,t} - TA_{j,t}$

$CFO_{j,t-1}$ = Arus kas operasi perusahaan j tahun t - 1.

$CFO_{j,t+1}$ = Arus kas operasi perusahaan j tahun t + 1.

$TA_{j,t}$ = Total akrual perusahaan j tahun t, di mana:

$TA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STD_{j,t} - \Delta DEP_{j,t}$

$\Delta CA_{j,t}$ = Perubahan aset lancar perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta CL_{j,t}$ = Perubahan liabilitas lancar perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta Cash_{j,t}$ = Perubahan kas perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta STD_{j,t}$ = Perubahan *debt* dalam liabilitas lancar perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$DEP_{j,t}$ = Beban depresiasi dan amortisasi perusahaan j.

$NIBE_{j,t}$ = Laba bersih sebelum pos-pos luar biasa perusahaan j.

$Rev_{j,t}$ = Perubahan pendapatan perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$PPE_{j,t}$ = Nilai gross properti, pabrik, dan peralatan perusahaan j tahun t.

- b. Variabilitas laba, yaitu deviasi standar dari laba sebelum pospos luar biasa selama periode pengamatan. Semakin besar deviasi standar berarti semakin buruk kualitas laba.
- c. Nilai absolut dari akrual abnormal, menggunakan model Jones modifikasian (1991). Semakin besar akrual abnormal berarti semakin buruk kualitas laba. Untuk mengaplikasikan model ini perlu ada beberapa langkah, yaitu:

$$\frac{TA_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} = \varphi_1 \frac{1}{Assets_{j,t-1}} + \varphi_2 \frac{\Delta Rev_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} + \varphi_3 \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} + \varepsilon_{j,t} \dots (i)$$

$$NA_{j,t} = \hat{\varphi}_1 \frac{1}{Assets_{j,t-1}} + \hat{\varphi}_2 \frac{(\Delta Rev_{j,t} - \Delta AR_{j,t})}{Assets_{j,t-1}} + \hat{\varphi}_3 \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} \dots (ii)$$

Dari persamaan i dan ii, dapat dibuat persamaan:

$$Absolute\ value\ of\ AA = \left| \frac{TA_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} - NA_{j,t} \right|$$

Keterangan:

$Assets_{j,t}$ = Total aset perusahaan j pada awal tahun t.

$PPE_{j,t}$ = Nilai gross properti, pabrik, dan peralatan perusahaan j tahun t.

$\Delta Rev_{j,t}$ = Perubahan pendapatan perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta AR_{j,t}$ = Perubahan piutang usaha perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

AA = Akrua abnormal.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya.

- d. Skor faktor umum dari tiga pengukuran ini dengan menggunakan analisis faktor. Semakin besar nilai faktor umum semakin buruk kualitas laba.

Penelitian ini menggunakan kualitas akrual sebagai proksi kualitas laba. Dechow, dkk. (2010) mengkaji bahwa pengukuran dengan model akrual akan langsung mengarah pada peran sistem akuntansi berbasis akrual yang dapat dibandingkan dengan sistem akuntansi berbasis arus kas. Kualitas akrual akan diukur dengan model D&D yang digunakan oleh Francis, dkk. (2005), Francis, dkk. (2008), dan Bhattacharya, dkk. (2011). Model yang dikembangkan Dechow dan Dichev ini disebutkan oleh Schipper dan Vincent (2003) dalam mengukur estimasi langsung hubungan akrual dan kas sebagai pengukuran yang dapat menangkap kesalahan atas akrual yang berhubungan dengan kas, sehingga konsisten dengan perspektif penyajian dipercaya dari laba Hicksian.

Francis, dkk. (2005) menemukan kualitas akrual memberikan pengaruh signifikan terhadap biaya modal. Kualitas akrual pada penelitian ini merupakan proksi dari risiko informasi, khususnya menggambarkan risiko informasi yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Francis, dkk. (2005) menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas akrual yang buruk memiliki biaya modal yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan kualitas akrual yang baik. Selain itu, kualitas akrual menurut Francis, dkk. (2004) merupakan salah satu atribut laba yang berpengaruh paling kuat terhadap biaya ekuitas.

Asimetri Informasi

Liao, Chen, Lu, dan Wu (2010) menjelaskan bahwa asimetri informasi merupakan situasi di mana peserta pasar memiliki informasi yang tidak setara. Liao, dkk. (2010) menyatakan asimetri informasi mengindikasikan bahwa ada sebagian investor yang mengetahui nilai fundamental perusahaan karena mereka memiliki informasi privat. Liao, dkk. (2010) juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara investor berinformasi dengan investor yang tidak memiliki informasi akan memperlebar volatilitas nilai perusahaan dan membuat sebagian investor memiliki ekspektasi yang konservatis terhadap nilai masa depan perusahaan.

Krinsky dan Lee (1996) menyatakan bahwa model umum asimetri informasi mengasumsikan terdapat dua tipe *traders*, yaitu *liquidity traders* dan *informed traders*. *Informed traders* akan melakukan transaksi karena mereka memiliki informasi privat yang tidak sedang terefleksi dalam harga, sedangkan *liquidity traders* akan melakukan transaksi karena alasan selain pengetahuannya akan informasi. Sebagai akibat untuk mengurangi atau memulihkan kerugian karena ketidaktahuan atas informasi tertentu pada saat melakukan transaksi dengan *informed traders*, maka akan terjadi *bid-ask spread* (*spread*). Model ini menunjukkan semakin besar asimetri informasi di antara pemain pasar akan mengarah ke pada *spread* yang lebih besar.

Callahan, Lee, dan Yohn (1997) menyatakan bahwa *spread* merupakan sebuah pengaturan oleh pihak bertransaksi atas saham sebuah perusahaan. Callahan, dkk. (1997) menjelaskan bahwa harga *bid* adalah harga di mana pihak bertansaksi (*dealer*) mau untuk membeli, sedangkan harga *ask* adalah harga di mana pihak bertransaksi mau untuk menjual. Callahan dkk. (1997) menyatakan bahwa penelitian mengenai *spread* membagi *spread* menjadi tiga komponen, yaitu biaya pemrosesan pemesanan, biaya penyimpanan persediaan, dan biaya *adverse selection* (Amihud dan Mendelson, 1980; Copeland dan Galai, 1983; Glosten dan Harris, 1988; Stoll, 1989 dalam Callahan, dkk., 1997).

Lebih lanjut, Callahan, dkk. (1997) menjelaskan biaya pemrosesan pemesanan adalah biaya pihak bertransaksi untuk mengatur pertukaran dan menyelesaikan transaksi sedangkan biaya penyimpanan persediaan adalah biaya yang ditanggung oleh pihak bertransaksi karena menyimpan sejumlah persediaan atas saham sehingga dapat ditukarkan ketika ada permintaan. Menurut Callahan, dkk. (1997), biaya *adverse selection* merupakan komponen *spread* yang paling menarik bagi akuntan karena berhubungan dekat dengan aliran informasi dalam pasar saham, sehingga komponen *adverse selection* dapat merefleksikan derajat risiko asimetri informasi yang dipersepsi oleh pihak bertransaksi.

Berkaitan dengan biaya *adverse selection*, Coller dan Yohn (1997) menyatakan bahwa jumlah transaksi saham (Demsetz, 1968; Tinic, 1972; Stoll, 1978 dalam Coller dan Yohn 1997), varian pengembalian saham (Barnea dan Logue, 1975; Hamilton, 1978; Stoll (1978) dalam Coller dan Yohn, 1997), harga (Tinic dan West, 1972; Benson dan Hagerman, 1974), dan rata-rata jumlah saham dalam kuotasi (Lee, Mucklow, dan Ready, 1993) berpengaruh terhadap *spread* yang muncul bukan karena asimetri informasi, yaitu dari biaya pemrosesan pemesanan dan biaya penyimpanan persediaan. Coller dan Yohn (1997) mengontrol empat variabel tersebut sehingga *spread* yang dihasilkan diprediksi akan berasal dari biaya *adverse selection* saja.

Beberapa pengukuran untuk mengukur *spread*, yaitu:

- a. *Percentage price impact*, digunakan oleh Bhattacharya, dkk. (2011).

$$\text{Impact}_{i,t} = 2 D_{i,t} \times (V_{i,t+30} - \text{Mid}_{i,t})(\text{Mid}_{i,t})^{-1} \times 100$$

Keterangan:

$V_{i,t+30}$ = Ukuran dari nilai ekonomik aset saham i setelah ditukarkan diprosikan dengan nilai tengah kuotasi (*ask/bid*) pertama seminimalnya 30 menit setelah transaksi.

$\text{Mid}_{i,t}$ = Nilai tengah dari kuotasi harga *ask* dan *bid* segera setelah transaksi pada waktu t.

$D_{i,t}$ = Variabel *binary* yang sama dengan "1" untuk perintah pembelian pasar dan "-1" untuk perintah penjualan pasar.

- b. *Persentase spread efektif*, digunakan oleh Bhattacharya, dkk. (2011).

$$\text{Effective Spread}_{i,t} = 2 D_{i,t} \times (\text{Price}_{i,t} - \text{Mid}_{i,t})(\text{Mid}_{i,t})^{-1} \times 100$$

Keterangan:

$\text{Price}_{i,t}$ = Harga saat transaksi berjalan pada waktu t untuk saham i.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya.

- c. *Relative bid-ask spread*, digunakan oleh Purwanto (2012).

$$\text{Spread}_{i,t} = \frac{\text{ask}_{i,h} - \text{bid}_{i,h}}{\frac{\text{ask}_{i,h} + \text{bid}_{i,h}}{2}}$$

Keterangan:

$\text{ask}_{i,t}$ = harga *ask* tertinggi saham i pada hari h.

$\text{bidi}_{i,t}$ = harga *bid* terendah saham i pada hari h.

Penelitian ini akan menggunakan *relative bid-ask spread* yang digunakan oleh Purwanto (2012) untuk mengukur *spread* sebagai proksi asimetri informasi. Pengukuran ini akan menghasilkan *spread*

yang masih memiliki biaya pemrosesan pemesanan dan penyimpanan persediaan. Sekalipun demikian, pengukuran *relative spread* menjadi alternatif pengukuran yang datanya tersedia di pasar modal Indonesia.

Biaya Ekuitas

Ogden, Jen, dan O'Connor (2003) mendefinisikan biaya ekuitas sebagai ekspektasi tingkat pengembalian yang diminta pemegang saham kepada ekuitas yang dimilikinya. Menurut Ogden, dkk. (2003: 281-283) ada dua model pengukuran yang digunakan untuk mengukur biaya ekuitas, yaitu:

- a. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), merupakan spesifikasi atas *security market line* (SML).

$$r_{i,t} = r_{f,t} + \beta_{i,t} (r_{m,t} - r_{f,t})$$

Keterangan:

$r_{i,t}$ = Tingkat pengembalian saham i pada periode t.

$r_{f,t}$ = Tingkat pengembalian sekuritas bebas risiko pada periode t.

$\beta_{i,t}$ = Risiko sistematis dari saham i pada periode t.

$r_{m,t}$ = Tingkat ekspektasi pengembalian portofolio pasar pada periode t.

- b. Model tiga faktor Fama dan French (Model FF), adalah model alternatif untuk mengukur tingkat ekspektasi pengembalian pada saham. Fama dan French (1992, dalam Ogden, dkk., 2003: 282) menemukan bahwa beta tidak dapat menjelaskan dispersi *cross-sectional* atas rata-rata pengembalian saham. Fama dan French (1993, dalam Ogden, dkk. 2003: 282) menjelaskan ada tiga faktor untuk mengukur tingkat ekspektasi pengembalian, yaitu pertama ekspektasi premium risiko, kedua perbedaan ekspektasi pengembalian pada portofolio atas perusahaan besar dan kecil, dan ketiga, perbedaan ekspektasi pengembalian pada portofolio atas saham yang menunjukkan rasio book-to-market (BTM) tinggi atau rendah.

$$r_{i,t} = r_{f,t} + b_{i,t} (r_{m,t} - r_{f,t}) + s_{i,t} SMB_t + h_{i,t} HML_t$$

Keterangan:

$b_{i,t}$ = sensitivitas pengembalian saham i pada premium risiko di periode t.

$s_{i,t}$ = sensitivitas pengembalian saham i pada luas perusahaan di periode t.

$h_{i,t}$ = sensitivitas pengembalian saham i pada BTM perusahaan di periode t.

SMB_t = Perbedaan ekspektasi pengembalian pada portofolio atas perusahaan besar dan kecil.

HML_t = Perbedaan ekspektasi pengembalian pada portofolio atas saham yang menunjukkan rasio BTM tinggi atau rendah.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya.

Botosan dan Plumlee (2005) menyatakan ada lima model pengukuran yang merupakan turunan dari model diskonto dividen untuk mengukur biaya ekuitas. Berikut lima model pengukuran tersebut sesuai dengan penjelasan dalam penelitian Botosan dan Plumlee:

- a. Metode target harga, digunakan oleh Botosan dan Plumlee (2002). Metode ini memotong arus kas masa depan yang memiliki periode waktu tidak terbatas di akhir tahun ke lima dengan memasukkan nilai akhir hasil peramalan.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{12} (1 + r_{div})^{-t} (dps_t) + (1 + r_{div})^{-5} (P_5)$$

Keterangan:

P_0 = Harga tahun 0.

dps_t = Dividen per lembar saham tahun t.

r_{div} = Estimasi biaya ekuitas.

- b. Metode industri, digunakan oleh Gebhardt, dkk. (2001). Metode ini menggunakan model penilaian *residual income* berdasarkan peramalan 12 tahun.

$$P_0 = b_0 + \sum_{t=1}^{11} (1 + r_{GLS})^{-t} ((ROE_t - r_{GLS})b_{t-1}) \\ + (r_{GLS}(1 + r_{GLS})^{-1}) ((ROE_{12} - r_{GLS})b_{11})$$

Keterangan:

b_t = Nilai buku tahun t.

ROE_t = Pengembalian ekuitas tahun t, di mana: $ROE_t = (epst)/(bt-1)-1$

eps_t = Peramalan laba per saham tahun t.

r_{GLS} = Estimasi biaya ekuitas.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya.

- c. *Finite horizon method*, digunakan oleh Gordon dan Gordon (1997). Metode ini mengasumsikan setiap ROE perusahaan dapat mengembalikan biaya ekuitas melebihi peramalan horizon dan peramalan analis mengenai dividen secara jangka pendek dan laba per lembar saham secara jangka panjang dapat menangkap ekspektasi pasar.

$$P_0 = \sum_{t=1}^4 (1 + r_{GOR})^{-t} (dps_t) + (r_{GOR}(1 + r_{GOR})^4)^{-1} (EPS_5)$$

Keterangan:

r_{GOR} = Estimasi biaya ekuitas.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya.

- d. *Economy-wide growth method*, digunakan oleh Ohlson dan Juettner-Nauroth (2003).

$$r_{ojn} = A + \sqrt{A^2 + \frac{eps_1}{P_0} * \left(\frac{eps_2 - eps_1}{eps_1} - (\gamma - 1) \right)} \\ \text{di mana } A = \frac{1}{2} \left((\gamma - 1) + \frac{dps_1}{P_0} \right)$$

Keterangan

$\gamma - 1$ = Tingkat pertumbuhan tidak terbatas laba abnormal yang melebihi peramalan.

r_{GOR} = estimasi biaya ekuitas.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya.

- e. Metode rasio PEG, merupakan pengembangan dari *economy-wide growth method* setelah memiliki tambahan dua asumsi, yaitu $dps_1 = 0$ dan $\gamma = 1$ karena tidak ada pertumbuhan laba abnormal yang melebihi peramalan.

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_{t+1} - eps_t}{P_t}}$$

Keterangan:

P_t = Harga tahun t.

r_{PEG} = estimasi biaya ekuitas.

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya

Penelitian ini menggunakan model CAPM untuk mengukur biaya ekuitas. Pengukuran ini digunakan oleh Murwaningsari (2012). Beberapa keunggulan penggunaan model CAPM menurut Ogden, dkk (2003) adalah pertama, biaya ekuitas akan melebihi tingkat sekuritas bebas risiko, sehingga dianggap masuk akal; kedua, memenuhi asumsi bahwa investor akan melakukan diversifikasi, sehingga menuntut premium sejumlah risiko sistematis yang ditanggungnya; ketiga besarnya premium risiko akan bervariasi setiap waktu karena bergantung pada tingkat agregat penghindaran risiko oleh investor atau berdasarkan kondisi bisnis saat itu. Selain itu, menurut Murwaningsari (2012), model CAPM tidak dibatasi pada pertumbuhan dividen yang konstan sehingga dapat diterapkan pada lingkungan yang lebih luas.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari beberapa hal, misalnya nilai ekuitas, nilai penjualan, nilai aset, dan nilai kapitalisasi pasar. Ukuran perusahaan diduga berpengaruh positif bagi biaya ekuitas. Hal ini didasarkan pada temuan penelitian terdahulu (Sutanto dan Siregar, 2012) yang meneliti tentang pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas, di mana kualitas laba diukur menggunakan model D&D yang telah dimodifikasi McNichols dan ukuran perusahaan dijadikan salah satu variabel kontrol. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap biaya ekuitas.

Dalam berbagai penelitian yang berbeda, pengukuran ukuran perusahaan juga berbeda-beda. Sutanto dan Siregar (2012) mengukur aset dengan menggunakan logaritma total aset, Francis, dkk. (2008) mengukur aset dengan menggunakan logaritma rata-rata total aset, lain lagi dengan Murwaningsari (2012) yang menggunakan logaritma nilai kapitalisasi pasar, dan Bhattacharya, dkk. (2012) yang menggunakan logaritma natural nilai kapitalisasi pasar. Penelitian ini menggunakan logaritma natural dari nilai aset untuk mengukur ukuran perusahaan.

Beta

Koefisien beta menggambarkan jumlah relatif risiko sistematis suatu aset tertentu terhadap rata-rata risiko aset (Pasaribu, 2009). Beta diduga berpengaruh positif bagi biaya ekuitas, di mana semakin besar risiko sistematis suatu aset, dalam hal ini saham, berarti semakin besar risiko yang ditanggung oleh investor sehingga investor akan menuntut biaya ekuitas yang semakin tinggi.

Perhitungan beta dapat dilakukan dengan teknik estimasi menggunakan data historis (Hartono, 2010). Akan tetapi perhitungan ini memiliki kelemahan, yaitu merupakan beta yang bias jika digunakan di pasar modal yang transaksi perdagangannya tipis (Hartono, 2010). Hartono (2010) menyatakan bahwa perhitungan beta menjadi bias karena adanya sekuritas yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*) karena tidak mengalami perdagangan untuk beberapa waktu. Hartono (2010: 411) menyatakan masalah perdagangan tidak sinkron disebabkan oleh masalah periode waktu perdagangan dan masalah dalam interval waktu.

Pasaribu (2009) juga menyatakan bahwa BEI merupakan pasar modal yang sedang berkembang dan perdagangannya masih tipis. Pasaribu (2009) juga menemukan bukti empiris bahwa beta sekuritas BEI adalah bias. Untuk mengurangi efek bias dari beta pada pasar modal Indonesia, nilai beta dapat disesuaikan atau dikoreksi. Ada beberapa metode untuk mengoreksi beta, yaitu metode Scholes dan William, metode Dimson, dan Fowler dan Rorke (Hartono, 2010). Penelitian ini akan menggunakan beta koreksi untuk mengukur beta.

Harga

Harga adalah harga penutupan saham suatu perusahaan di pasar modal setiap harinya. Berbagai penelitian terdahulu (Demsetz, 1968; Tinic, 1972; Tinic dan West, 1972; dan Benston dan Hagerman, 1974 dalam Collier dan Yohn 1997) menemukan bahwa harga berkaitan positif terhadap *spread*. Berdasarkan atas berbagai penelitian tersebut, harga diduga berpengaruh positif terhadap asimetri informasi. Penelitian ini akan menggunakan logaritma natural dari harga penutupan untuk mengukur harga.

Varian Pengembalian

Varian pengembalian saham suatu perusahaan mewakili risiko yang dihadapi oleh investor

(Purwanto, 2004). Pengembalian harian sendiri adalah persentase perubahan harga saham pada hari t dengan harga saham pada hari sebelumnya ($t-1$). Tingginya varian pengembalian membuat investor meningkatkan spread agar dapat menutupi risiko yang akan dihadapinya (Purwanto, 2004). Varian pengembalian diduga berpengaruh positif terhadap asimetri informasi. Penelitian ini akan menggunakan logaritma natural dari *variance* (σ^2) pengembalian dari masing-masing perusahaan untuk mengukur varian pengembalian.

Jumlah Transaksi

Jumlah transaksi adalah volume perdagangan dari suatu saham perusahaan tertentu pada hari tertentu. Tinic dan West (1972) menjelaskan bahwa saat volume perdagangan tinggi, disparitas dan diskontinuitas dari aliran pesanan jual dan beli menurun. Tinic dan West (1972) juga menyatakan dengan meningkatnya jumlah transaksi, kebutuhan *dealer* (investor) dalam memiliki persediaan, dalam hal ini saham, akan berkurang, baik dari segi jumlah maupun periode kepemilikan saham tersebut. Hal ini dapat diartikan sebagai turunnya biaya pemrosesan pemesanan dan penyimpanan persediaan yang merupakan pembentuk dari *spread*. Stoll (1978) menemukan bahwa biaya *dealer* (investor) memiliki pengaruh positif dengan *spread*. Jumlah transaksi diduga berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi, karena jumlah transaksi dapat menurunkan biaya *dealer*. Penelitian ini akan menggunakan logaritma natural dari jumlah transaksi harian untuk mengukur jumlah transaksi.

Kedalaman Kuotasi

Kedalaman kuotasi adalah rata-rata dari jumlah saham dalam kuotasi, yaitu jumlah volume *bid* dan *ask* dibagi dua. Lee, Mucklow, dan Ready (1993, dalam Collier dan Yohn 1997) menyatakan bahwa kuotasi yang lengkap akan memiliki harga terbaik bagi pembeli (*ask*) dan penjual (*bid*), termasuk jumlah saham yang tersedia pada setiap harga. Lee, dkk (1993, dalam Collier dan Yohn 1997) juga menyatakan bahwa risiko asimetri informasi dapat diatur oleh spesialis dengan menggunakan *spread* dan kedalaman kuotasi, di mana kombinasi dari *spread* yang tinggi dan kedalaman kuotasi yang rendah dapat menurunkan likuiditas. Kedalaman kuotasi diduga berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi. Penelitian ini akan menggunakan logaritma natural dari rata-rata jumlah saham dalam kuotasi.

Pengembangan Hipotesis

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan memiliki perspektif pada teori informasi, yaitu mengasumsikan bahwa individu-individu memiliki tingkat rasionalitas yang terbatas (*boundedly rational*) dan informasi tersebar secara asimetri dalam organisasi. Berdasarkan teori ini, tiap-tiap investor bisa memiliki informasi, khususnya kualitas laba, yang berbeda-beda. Model yang dikembangkan Easley dan O'Hara (2003) untuk menunjukkan pengaruh informasi publik dan privat terhadap tingkat pengembalian membuktikan semakin tinggi informasi privat yang investor miliki akan mengakibatkan semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diharapkan. Easley dan O'Hara (2003) menyatakan tingginya tingkat pengembalian yang diminta investor dikarenakan meningkatnya risiko untuk investor yang tidak memiliki informasi karena investor berinformasi akan lebih mudah mengatur bobot portofolionya sesuai dengan informasi baru yang dimilikinya.

Analisis lebih dalam mengenai asimetri informasi dengan biaya modal dilakukan oleh Lambert, dkk. (2011) dengan membedakan asimetri informasi dan presisi informasi serta memasukkan karakteristik persaingan di pasar. Lambert, dkk. (2011) membuat model analitis yang menyatakan bahwa hanya pada pasar persaingan tidak sempurna, asimetri informasi akan berpengaruh terhadap biaya modal. Lambert, dkk. (2011) menjelaskan bahwa derajat ketidaklikuidan pasar mempengaruhi jumlah informasi yang terefleksi dalam harga, di mana akan mengurangi rata-rata presisi informasi investor dan meningkatkan biaya modal. Selain itu, asimetri informasi sendiri juga mempengaruhi ketidaklikuidan pasar, yang akhirnya meningkatkan biaya modal. Bahkan setelah mengontrol rata-rata presisi informasi investor, asimetri informasi akan tetap mempengaruhi biaya modal.

Temuan Lambert, dkk. (2011). menunjukkan pentingnya untuk memisahkan asimetri informasi dan presisi informasi dalam mempelajari pengaruhnya terhadap biaya modal. Selain itu, Lambert,

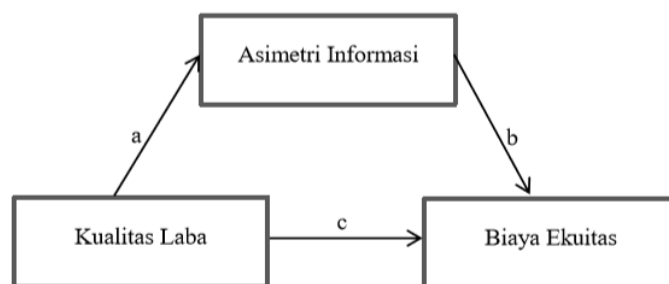
dkk. (2011) menyatakan penelitian Bhattacharya dkk. (2009 dalam Lambert, dkk., 2011) yang memisahkan pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya modal dan pengaruh termediasi melalui asimetri informasi merupakan upaya pemisahan presisi informasi, yang konsisten dengan kualitas laba, terhadap asimetri informasi.

Berbagai penelitian menemukan bahwa biaya ekuitas dipengaruhi langsung oleh kualitas laba (Francis, dkk., 2004; Francis, dkk. 2005; Setterberg, 2012; dan Wong, 2008). Dechow, dkk. (2010) menyatakan salah satu konsekuensi dari kualitas laba adalah pengaruhnya ke biaya ekuitas. Dechow, dkk. (2010) merangkum bahwa setiap studi yang mereka kaji menyediakan bukti statistik yang signifikan atas pengaruh negatif satu atau lebih proksi kualitas laba terhadap biaya ekuitas perusahaan, akan tetapi sulit untuk membandingkan signifikansi ekonomik antar studi maupun proksi. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas. Pada akhir pembahasannya, Dechow, dkk. (2010) menyatakan perlunya penelitian selanjutnya yang menyediakan argumen teoretis untuk menjelaskan secara tepat bagaimana proksi kualitas laba dipengaruhi asimetri informasi dan bagaimana tipe-tipe spesifik dari asimetri informasi berpengaruh kepada biaya ekuitas. Berbagai penelitian terdahulu (Francis, dkk., 2004; Francis, dkk. 2005; Setterberg, 2012; dan Wong, 2008), belum menerapkan hasil penelitian Lambert, dkk. (2011), di mana asimetri informasi merupakan jalur mediasi pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas. Hipotesis penelitian ini disusun agar dapat menunjukkan pengaruh kualitas laba terhadap asimetri informasi yang berpengaruh pada biaya ekuitas, yaitu:

H_1 : Asimetri informasi memediasi pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas.

Model Analisis

Pada gambar 1, diketahui ada tiga koefisien, yaitu a, b, dan c. Koefisien a adalah pengaruh kualitas laba ke asimetri informasi. Koefisien b adalah pengaruh asimetri informasi ke biaya ekuitas. koefisien c adalah pengaruh langsung kualitas laba ke biaya ekuitas. Hal ini berbeda dengan pengaruh total kualitas laba terhadap biaya ekuitas, yang merupakan jumlah dari pengaruh tak langsung kualitas laba ke biaya ekuitas melalui asimetri informasi dan pengaruh langsung kualitas laba ke biaya ekuitas. Jalur di mana asimetri informasi menjadi variabel dependen dan dipengaruhi kualitas laba selanjutnya akan disebut dengan jalur I yang menghasilkan koefisien a. Jalur di mana biaya ekuitas menjadi variabel dependen dan dipengaruhi kualitas laba dan asimetri informasi akan disebut dengan jalur II yang menghasilkan koefisien b dan c.



Gambar 1. Model Analisis

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pengujian hipotesis yang dibuktikan secara empiris. Penelitian ini menguji ada atau tidaknya pengaruh variabel independen terhadap dependen melalui variabel mediasi. Desain penelitian ini akan menunjukkan dua hal, yaitu ada atau tidaknya pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen dan ada atau tidaknya pengaruh tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel mediasi.

Identifikasi Variabel, Definisi Operasional, dan Pengukuran Variabel

Identifikasi variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel independen, variabel dependen, variabel mediasi, dan variabel kontrol. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kualitas laba. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah biaya ekuitas. Variabel mediasi dalam penelitian ini adalah asimetri informasi. Variabel kontrol dalam penelitian ini dibagi dalam dua jalur. Variabel kontrol dari jalur I adalah harga, varian pengembalian, jumlah transaksi, dan kedalaman kuota. Variabel kontrol dari jalur II adalah ukuran perusahaan dan beta.

Definisi operasional dan pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian, dirangkum dalam tabel 1, meliputi:

- a. Kualitas laba (KL) merupakan seberapa baik laba yang dilaporkan dapat menunjukkan laba Hicksian (Schipper dan Vincent, 2003). Kualitas laba akan diproksikan dengan kualitas akrual. Kualitas akrual adalah deviasi standar dari residual dalam regresi *time series* atas modal kerja akrual sekarang terhadap arus kas operasi masa lalu, sekarang, dan masa depan, serta perubahan pada pendapatan dan properti, pabrik, dan pembangunan (Dechow dan Dichev, 2002; McNichols, 2002 dalam Francis, dkk., 2008). Kualitas akrual akan diukur dengan menggunakan model D&D yang dimodifikasi McNichols. Adanya lead dan lag dari arus kas operasi dalam model D&D yang dimodifikasi McNichols menyebabkan perlunya pengamatan pada periode *lead* dan *lag*.

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \theta_{0,j} + \theta_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \theta_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \theta_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \theta_{4,j} \frac{\Delta Rev_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \theta_{5,j} \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

Keterangan:

$TCA_{j,t}$ = Total akrual sekarang perusahaan j tahun t, di mana:

$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STD_{j,t}$

$Assets_{j,t}$ = Rata-rata total aset perusahaan j tahun t dan t - 1.

$CFO_{j,t}$ = Arus kas operasi perusahaan j tahun t, di mana:

$CFO_{j,t} = NIBE_{j,t} - TA_{j,t}$

$CFO_{j,t-1}$ = Arus kas operasi perusahaan j tahun t - 1.

$CFO_{j,t+1}$ = Arus kas operasi perusahaan j tahun t + 1.

$TA_{j,t}$ = Total akrual perusahaan j tahun t, di mana:

$TA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STD_{j,t} - DEP_{j,t}$

$\Delta CA_{j,t}$ = Perubahan aset lancar perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta CL_{j,t}$ = Perubahan liabilitas lancar perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta Cash_{j,t}$ = Perubahan kas perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$\Delta STD_{j,t}$ = Perubahan *debt* dalam liabilitas lancar perusahaan j antara tahun t dan t - 1.
Debt adalah perubahan bersih pinjaman jangka pendek atau pinjaman jangka panjang yang akan jatuh tempo sekarang.

$DEP_{j,t}$ = Beban depresiasi dan amortisasi perusahaan j.

$NIBE_{j,t}$ = Laba bersih sebelum pos-pos luar biasa perusahaan j.

$\Delta Rev_{j,t}$ = Perubahan pendapatan perusahaan j antara tahun t dan t - 1.

$PPE_{j,t}$ = Nilai *gross* properti, pabrik, dan peralatan perusahaan j tahun t.

$v_{j,t}$ = nilai residual.

Model D&D yang dimodifikasi McNichols akan digunakan untuk periode pengamatan 2006-2008 sehingga akan muncul total tiga nilai residual setiap perusahaan. Kualitas akrual akan diukur dengan deviasi standar nilai residual tiap perusahaan, yaitu $\sigma(v_{j,2006}; v_{j,2007}; v_{j,2008})$. Semakin besar nilai KA berarti menandakan kualitas laba yang buruk.

- b. Asimetri Informasi (AI) adalah keadaan di mana peserta pasar tidak memiliki informasi yang setara sehingga menyebabkan perbedaan harga *ask* dan *bid* pada transaksi saham. Hari yang

dijadikan acuan asimetri informasi adalah hari publikasi laporan keuangan, sehari sebelum hari publikasi, dan sehari sesudah hari publikasi. Tanggal publikasi laporan keuangan dipilih karena dianggap memberikan informasi yang reliabel dan relevan terhadap laba perusahaan dengan tingkat kekinian waktu yang baik. Selain itu, penelitian Krinsky dan Lee (1996) yang menyatakan pengumuman laba akan disertai dengan meningkatnya asimetri informasi antar peserta pasar, sehingga pengamatan saat publikasi laporan keuangan seharusnya menunjukkan kondisi asimetri informasi yang tinggi. Periode pengamatan akan dilakukan pada tahun 2009. *Bid-ask spread* akan diukur dengan rata-rata dari logaritma natural *relative bidask spread* pada hari pengamatan. Penggunaan logaritma natural dari *relative bid-ask spread* untuk meningkatkan kenormalan data.

$$Spread_{j,h} = \ln \left(\frac{ask_{j,h} - bid_{j,h}}{\frac{ask_{j,h} - bid_{j,h}}{2}} \right)$$

Keterangan:

$ask_{j,h}$ = harga ask tertinggi saham perusahaan j pada hari h.

$bid_{j,h}$ = harga bid terendah saham perusahaan j pada hari h.

- c. Biaya Ekuitas (BE) adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor agar investor bersedia menyediakan dananya. Biaya ekuitas diukur dengan model CAPM. Model CAPM dipilih karena sesuai dengan kondisi perusahaan di Indonesia yang pembagian dividennya tidak rutin terjadi dan konstan pertumbuhannya. Beta yang digunakan dalam CAPM ini adalah beta koreksi karena beta saham yang terdaftar di BEI adalah bias (Pasaribu, 2009). CAPM akan diukur sehari sesudah publikasi laporan keuangan karena perlu ada periode lag agar pasar benar-benar menyerap informasi dan merefleksikan informasi di dalam laporan keuangan dalam aktivitas dan keadaan pasar.

$$BE = r_{f,h} + \beta_{j,h} (r_{m,h} - r_{f,h})$$

Keterangan:

BE = Biaya ekuitas.

$r_{f,h}$ = Tingkat pengembalian sekuritas bebas risiko pada hari h yang diproksikan bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 30 hari.

$\beta_{j,h}$ = Beta koreksi dari saham perusahaan j pada hari h.

$r_{m,h}$ = Tingkat pengembalian pasar pada hari h yang diproksikan dengan tingkat pengembalian IHSG.

- d. Ukuran perusahaan (SIZE) adalah besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari beberapa hal, misalnya nilai ekuitas, nilai penjualan, nilai aset, dan nilai kapitalisasi pasar. Ukuran perusahaan akan diukur dengan logaritma natural dari nilai aset perusahaan yang didapatkan dari laporan keuangan per 31 Desember 2008.
- e. Beta (BETA) menggambarkan jumlah relatif risiko sistematis saham perusahaan tertentu dengan rata-rata saham gabungan, dalam hal ini IHSG. Beta yang akan digunakan adalah beta koreksi menggunakan metode Fowler dan Rorke untuk periode 4 lag dan 4 lead.
- f. Harga (HARGA) adalah harga penutupan saham suatu perusahaan di pasar modal setiap harinya. Harga akan diukur dengan rata-rata dari logaritma natural harga penutupan saat hari publikasi laporan keuangan, sehari sebelum hari publikasi, dan sehari sesudah hari publikasi.
- g. Varian pengembalian (VAR) adalah variance (σ^2) dari persentase perubahan harga saham pada hari h dengan harga saham pada hari sebelumnya (h-1). Hari yang akan diamati varians pengembaliannya adalah hari publikasi laporan keuangan, sehari sebelum hari publikasi, dan sehari sesudah hari publikasi. Varians pengembalian akan diukur dengan logaritma natural dari *variance* pengembalian harian atas tiga hari yang diamati.

- h. Jumlah transaksi (TRANS) adalah volume perdagangan dari saham perusahaan tertentu pada hari tertentu. Jumlah transaksi akan diukur dengan rata-rata dari logaritma natural volume perdagangan saat hari publikasi laporan keuangan, sehari sebelum hari publikasi, dan sehari sesudah hari publikasi.
- i. Kedalaman kuotasi (DEPTH) adalah rata-rata dari jumlah saham dalam kuotasi, yaitu jumlah volume *bid* dan *ask* dibagi dua. Kedalaman kuotasi akan diukur dengan rata-rata dari logaritma natural jumlah *bid* dan *ask* dibagi dua saat hari publikasi laporan keuangan, sehari sebelum hari publikasi, dan sehari sesudah hari publikasi.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, informasi pertukaran (*trading*) saham harian, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian, dan beta koreksi harian. Data yang digunakan adalah data sekunder dan diperoleh dari BEI, *website* BEI (www.idx.co.id), *Indonesian Securities Market Database* (ISMD) milik Pusat Data Penelitian Pengembangan Ekonomika dan Bisnis (P2EB) Universitas Gadjah Mada dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Dokumentasi dalam penelitian ini meliputi laporan keuangan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk tahun yang berakhir pada 31 Desember 2005-2009. Dokumentasi terhadap informasi pertukaran saham harian berasal dari BEI dan ISMD sedangkan IHSG harian dan beta koreksi harian berasal dari ISMD.

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009. Penelitian dengan menggunakan data satu periode penelitian ini mengikuti penelitian Francis, dkk. (2008). Tahun 2009 dipilih sebagai periode pengamatan karena pada tahun tersebut merupakan tahun terakhir saat ISMD memiliki data beta koreksi yang diperlukan dalam penelitian ini. Perusahaan di industri manufaktur dipilih sebagai sampel karena memiliki jumlah perusahaan paling banyak tercatat di BEI dibandingkan dengan industri lainnya. Teknik pengambilan sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi dalam pengambilan sampel, yaitu:

- a. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan dengan periode laporan keuangan berakhir setiap 31 Desember secara konsisten dan lengkap pada periode 2005-2009.
- b. Pengumuman laba yang dilakukan oleh perusahaan periode 2008 dan data beta koreksi tercatat dalam ISMD.
- c. Perusahaan memiliki harga *bid* atau *ask* dalam kuotasi saat periode pengamatan.
- d. Nilai biaya ekuitas tidak di bawah nol.
- e. Laporan keuangan perusahaan publik menggunakan mata uang Indonesia, yaitu rupiah karena konversi mata uang asing menjadi rupiah dapat menjadikan data bernilai ekstrim.

Teknik Analisis Data

Pengujian Kelayakan Model

Pengujian kelayakan model akan menggunakan pengujian signifikansi simultan atau juga disebut dengan uji statistik F dikerjakan dengan bantuan *software* IBM SPSS versi 21. Menurut Ghazali (2013) uji statistik F menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen atau terikat. Dengan memenuhi pengujian signifikansi simultan, dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara simultan atau bersama-sama merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan analisis jalur (*path analysis*) dengan bantuan *software* IBM SPSS

versi 21. Sesuai dengan model analisis jalur pada gambar 2., diagram jalur menunjukkan secara eksplisit hubungan kausalitas antar variabel berdasarkan pada teori. Model bergerak dari kiri ke kanan. Dalam hal ini, ada dua persamaan, yaitu:

$$(I) \dots AI_{j,k} = \alpha + \beta_1 KL_{j,k} + \beta_2 HARGA_{j,k} + \beta_3 VAR_{j,k} + \beta_4 TRANS_{j,k} + \beta_5 DEPTH_{j,k} + e1$$

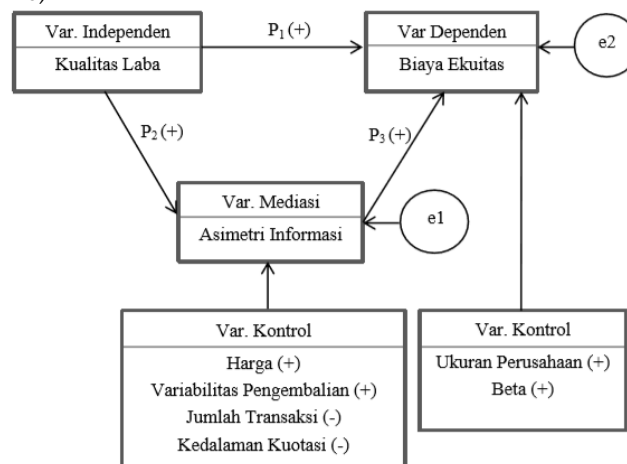
$$(II) \dots BE_{j,k} = \alpha + \beta_1 KL_{j,k} + \beta_2 AI_{j,k} + \beta_3 SIZE_{j,k} + \beta_4 BETA_{j,k} + e2$$

Keterangan

- $BE_{j,k}$ = Biaya ekuitas perusahaan j saat k.
 $AI_{j,k}$ = Asimetri informasi perusahaan j saat k.
 $KL_{j,k}$ = Kualitas laba perusahaan j saat k.
 $HARGA_{j,k}$ = Harga saham perusahaan j saat k.
 $VAR_{j,k}$ = Varian pengembalian saham perusahaan j saat k.
 $TRANS_{j,k}$ = Jumlah transaksi saham perusahaan j saat k.
 $DEPTH_{j,k}$ = Kedalaman kuotasi perusahaan j saat k.
 $SIZE_{j,k}$ = Ukuran perusahaan j saat k
 $BETA_{j,k}$ = Beta perusahaan j saat k
 k = Saat pengamatan masing-masing perusahaan

Model analisis jalur dapat dilihat di gambar 2. Berdasarkan persamaan jalur I, β^1 sebagai koefisien KL akan menjadi P_2 dan berdasarkan persamaan jalur II, β_1 sebagai koefisien KL akan menjadi P_1 dan β_2 sebagai koefisien AI akan menjadi P_3 . $e1$ adalah variabel *variance* yang tak dapat dijelaskan oleh persamaan terhadap besar variabel AI, sedangkan $e2$ adalah variabel *variance* yang tak dapat dijelaskan oleh persamaan terhadap besar variabel BE.

Perhitungan untuk masing-masing variabel *variance* adalah $\sqrt{1 - R^2}$. Selain itu, besarnya koefisien mediasi ($P_2 \times P_3$).



Gambar 2. Model Analisis Jalur

Keterangan:

- $P1$: Pengaruh langsung kualitas laba ke biaya ekuitas.
 $P2$: Pengaruh langsung kualitas laba ke asimetri informasi.
 $P3$: Pengaruh langsung asimetri informasi ke biaya ekuitas.
 $e1$: residual error 1.
 $e2$: residual error 2.

Dalam penelitian ini, untuk mengetahui adanya pengaruh mediasi pada variabel mediasi yang memengaruhi hubungan variabel independen dan variabel dependen akan dilakukan uji Sobel (Ghozali, 2013). Uji Sobel akan menghitung besarnya *standard error* dari koefisien pengaruh termediasi (SP_2P_3) untuk menentukan nilai t dari koefisien pengaruh termediasi. Berikut adalah persamaan pada uji Sobel:

Keterangan

SP2 : *Standard error* dari P2

SP3 : *Standard error* dari P3

Variabel lain telah dijelaskan sebelumnya

Sehingga dapat dihitung nilai t dari koefisien pengaruh termediasi dengan persamaan sebagai berikut:

$$t = \frac{P_2P_3}{SP_2P_3}$$

Jika nilai t hitung ini lebih besar dari t tabel pada tingkat signifikansi 0,05 maka dapat disimpulkan koefisien mediasi signifikan dan dapat menunjukkan adanya pengaruh mediasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Karakteristik Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009. Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009 adalah 148 perusahaan. Industri manufaktur adalah industri dengan jumlah terbesar dibandingkan industri lain di pasar modal Indonesia. Data ICMD membagi-bagi industri manufaktur ke beberapa sub-industri antara lain adhesif, bahan-bahan kimia, batubatuan dan tanah liat, *consumer goods*, elektronik dan peralatan kantor, farmasi, fotografi, kabel, kertas, logam, logam pabrikan, makanan dan minuman, otomotif, perkayuan, plastik dan kaca, semen, tekstil, dan tembakau.

Selanjutnya, perusahaan yang tidak dapat memenuhi kriteria yang telah ditentukan akan dikeluarkan dari sampel. Sebanyak 16 perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan secara konsisten dan lengkap dari tahun 2005-2009 dikeluarkan dari objek penelitian. Sebanyak 11 perusahaan yang tidak tercatat tanggal publikasinya dari data ISMD dikeluarkan dari objek penelitian. Selain itu, terdapat 14 perusahaan yang dikeluarkan dari objek penelitian karena sahamnya tidak aktif diperdagangkan selama periode pengamatan sehingga tidak ada perdagangan dalam kuota saat hari yang diamati. Satu perusahaan memiliki nilai biaya ekuitas negatif juga dikeluarkan dari objek penelitian. Terakhir, sebanyak lima perusahaan tidak menggunakan mata uang Indonesia sebagai mata uang pelaporan keuangan dikeluarkan dari objek penelitian.

Berdasarkan kriteria yang ditetapkan dengan menggunakan *purposive sampling*, diperoleh 101 perusahaan sebagai sampel penelitian. Terakhir setelah melakukan analisis data, 37 perusahaan dengan data *outlier* dikeluarkan dari objek penelitian karena menyebabkan heteroskedastisitas dalam model penelitian. Sampel akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah 64 perusahaan. Rincian dari 64 perusahaan yang dijadikan sampel akhir penelitian terdapat di lampiran satu.

Tabel 1. Hasil Pengambilan Sampel

Keterangan	Perusahaan
Populasi: Perusahaanmanufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009	148
Alasan tidak memenuhi kriteria:	
1. Tidak mempublikasikan laporan keuangan untuk tahun yang berakhir 31 Desember 2005-2009.	16
2. Tidak diketahui tanggal publikasinya.	11
3. Tidak ada harga dalam kuotasi pada periode pengamatan.	14
4. Nilai biaya ekuitas negatif.	1
5. Tidak menggunakan mata uang Indonesia.	5
Total sampel yang dikeluarkan	47
Sampel penelitian	101

Sumber: Data diolah

Deskripsi Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah kualitas laba (KL), asimetri informasi (AI), biaya ekuitas (BE), ukuran perusahaan (SIZE), beta (BETA), harga, varian pengembalian (VAR), jumlah transaksi (TRANS), dan kedalaman kuotasi (DEPTH). Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
KL	0,0055	0,2438	0,0518	0,0423
AI	-0,7845	5,2983	2,7153	2,0182
BE	0,0126	0,1172	0,0657	0,0203
SIZE	24,4812	32,0223	27,7227	1,5872
BETA	-0,4900	0,7530	0,1242	0,2419
HARGA	2,8391	11,8130	6,1071	1,7128
VAR	-13,5581	0,0000	-4,4099	3,9495
TRANS	0,0000	17,8614	7,0539	6,0771
DEPTH	6,1187	14,6968	10,1302	2,3469

Sumber: Data diolah

Kualitas Laba

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Kualitas laba minimum adalah 0,0055 terdapat pada PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk dan maksimum adalah 0,2438 terdapat pada PT Ades Waters Indonesia Tbk. Rata-rata kualitas laba adalah 0,0518 dengan deviasi standar 0,0423. Nilai deviasi standar besar karena mendekati rata-rata, yang berarti data tersebar dalam variabilitas sejauh rata-rata. Nilai maksimum dan minimum dari kualitas laba berada jauh dibandingkan dengan rata-rata, hal ini menunjukkan adanya sebaran pada perusahaan dengan kualitas laba yang baik jika nilainya rendah atau kualitas laba yang buruk jika nilainya tinggi.

Asimetri Informasi

Data asimetri informasi (AI) dapat dilihat pada lampiran dua. Hasil statistik deskriptif dapat

dilihat pada tabel 2. Asimetri informasi minimum adalah -0,7845 terdapat pada PT Astra International Tbk dan maksimum adalah 5,2983 terdapat pada 15 perusahaan, yaitu PT Aneka Kemasindo Utama Tbk, PT Dynaplast Tbk, PT Fajar Surya Wisesa Tbk, PT Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT Karwell Indonesia Tbk, PT Kedaung Indah Can Tbk, PT Resource Alam Indonesia Tbk, PT Lionmesh Prima Tbk, PT Multipolar Tbk, PT Pan Brothers Tex Tbk, PT Ricky Putra Globalindo Tbk, PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk, PT Sekar Laut Tbk, PT Tirta Mahakam Resources Tbk dan PT Voksel Elektrik Tbk. Rata-rata asimetri informasi adalah 2,7153 dengan deviasi standar 2,0182. Nilai deviasi standar besar karena mendekati rata-rata, yang berarti data tersebar dalam variabilitas sejauh rata-rata. Asimetri informasi maksimum didapatkan oleh beberapa perusahaan karena pada pengamatan asimetri informasi saat tanggal publikasi, sehari sebelum dan sehari sesudah tanggal publikasi, hanya terdapat salah satu dari harga *bid* atau *ask*. Selain itu, nilai asimetri informasi yang terdapat pada delapan perusahaan yang diklasifikasikan dalam LQ-45, dengan pengamatan Agustus 2007-Juli 2009, memiliki nilai di bawah satu yang berada lebih rendah dibandingkan rata-rata. PT Astra International Tbk yang memiliki nilai asimetri informasi minimum juga merupakan anggota LQ-45. Tujuh perusahaan lainnya adalah PT Barito Pacific Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Intraco Penta Tbk, PT Holcim Indonesia Tbk, PT Kalbe Farma Tbk, PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk, dan PT Tunas Baru Lampung Tbk.

Biaya Ekuitas

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Biaya ekuitas minimum adalah 0,0126 terdapat pada PT Pelangi Indah Canindo Tbk dan maksimum adalah 0,1172 terdapat pada PT Kedaung Indah Can Tbk. Rata-rata biaya ekuitas adalah 0,0657 dengan deviasi standar 0,0203. Nilai deviasi standar rendah karena nilainya kurang dari rata-rata dan menunjukkan nilai data berdekatan dengan rata-rata. Nilai biaya ekuitas perusahaan yang diamati tersebar di antara nilai minimum dan maksimum, serta terpengaruh oleh pergerakan IHSG di tanggal sesudah tanggal publikasi.

Ukuran Perusahaan

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Ukuran perusahaan minimum adalah 24,4812 terdapat pada PT Aneka Kemasindo Utama Tbk dan maksimum adalah 32,0223 terdapat pada PT Astra International Tbk. Rata-rata ukuran perusahaan adalah 27,7227 dengan deviasi standar 1,5872. Nilai deviasi standar sangat rendah jika dibandingkan dengan rata-rata dan menunjukkan nilai data berdekatan dengan rata-rata. Nilai ukuran perusahaan tersebar baik untuk perusahaan besar atau kecil. Perusahaan yang dianggap perusahaan besar karena memiliki nilai ukuran perusahaan lebih tinggi dibandingkan perusahaan lain, misalnya PT Astra Internasional Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, dan PT Gudang Garam Tbk, atau perusahaan kecil karena memiliki nilai ukuran perusahaan lebih rendah dibandingkan perusahaan lain, misalnya PT Aneka Kemasindo Utama Tbk, PT Perdana Bangun Pusaka Tbk, dan PT Lionmesh Prima Tbk.

Beta

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Beta minimum adalah -0,49 terdapat pada PT Kedaung Indah Can Tbk dan maksimum adalah 0,7530 terdapat pada PT Holcim Indonesia Tbk. Rata-rata beta adalah 0,1242 dengan deviasi standar 0,2419. Nilai deviasi standar tinggi jika dibandingkan dengan rata-rata dan menunjukkan nilai data memiliki variabilitas yang tinggi. Beta tersebar beragam di antara nilai minimum dan maksimum.

Harga

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Harga minimum adalah 2,8391 terdapat pada PT Multipolar Tbk dan maksimum adalah 11,813 terdapat pada PT Aqua Golden Mississippi Tbk. Ratarata harga adalah 6,1071 dengan deviasi standar 1,7128. Nilai deviasi standar rendah karena nilainya kurang dari rata-rata dan menunjukkan nilai data berdekatan dengan rata-rata. Harga tersebar beragam di antara nilai minimum dan maksimum.

Varian pengembalian

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Varian pengembalian minimum adalah -13,5581 terdapat pada PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk dan maksimum adalah 0, terdapat pada 25 perusahaan, yaitu PT Aneka Kemasindo Utama Tbk, PT Aqua Golden Mississippi Tbk, PT Sepatu Bata Tbk, PT Fajar Surya Wisesa Tbk, PT Sumi Indo Kabel Tbk, PT Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT Indofarma (Persero) Tbk, PT Karwell Indonesia Tbk, PT GT Kabel Indonesia Tbk, PT Kabelindo Murni Tbk, PT Kedaung Indah Can Tbk, PT Resource Alam Indonesia Tbk, PT Perdana Bangun Pusaka Tbk, PT Langgeng Makmur Industry Tbk, PT Lionmesh Prima Tbk, PT Multi Prima Sejahtera Tbk, PT Mulia Industrindo Tbk, PT Multipolar Tbk, PT Pan Brothers Tex Tbk, PT Pelangi Indah Canindo Tbk, PT Ricky Putra Globalindo Tbk, PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk, PT Sekar Laut Tbk, PT Tirta Mahakam Resources Tbk, dan PT Voksel Electric Tbk. Rata-rata varian pengembalian adalah -4,4099 dengan deviasi standar 3,9495. Nilai deviasi standar tinggi jika dibandingkan dengan dengan rata-rata dan menunjukkan nilai data memiliki variabilitas yang tinggi. Nilai varian pengembalian menunjukkan adanya sebagian perusahaan yang tidak memberikan pengembalian harian dan sebagian lainnya memberikan pengembalian harian dengan varian yang rendah.

Jumlah Transaksi

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Jumlah transaksi minimum adalah 0 terdapat pada 16 perusahaan, yaitu PT Aneka Kemasindo Utama Tbk, PT Aqua Golden Mississippi Tbk, PT Sepatu Bata Tbk, PT Fajar Surya Wisesa Tbk, PT Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT Karwell Indonesia Tbk, PT Kedaung Indah Can Tbk, PT Resource Alam Indonesia Tbk, PT Perdana Bangun Pusaka Tbk, PT Langgeng Makmur Industry Tbk, PT Lionmesh Prima Tbk, PT Multi Prima Sejahtera Tbk, PT Pan Brothers Tex Tbk, PT Pelangi Indah Canindo Tbk, PT Ricky Putra Globalindo Tbk, PT Voksel Electric Tbk dan maksimum adalah 17,8614 terdapat pada PT Tunas Baru Lampung Tbk. Rata-rata jumlah transaksi adalah 7,0539 dengan deviasi standar 6,0771. Nilai deviasi standar besar karena mendekati rata-rata, yang berarti data tersebar dalam variabilitas sejauh rata-rata. Selain itu, deviasi standar yang tinggi menunjukkan realita pasar modal di Indonesia di mana hanya sebagian saham perusahaan yang *listing* di pasar modal yang diperdagangkan secara aktif, sedangkan sisanya tidak sering diperdagangkan, bahkan tidak diperdagangkan.

Kedalaman Kuotasi

Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 2. Jumlah kedalaman kuotasi minimum adalah 6,1187 terdapat pada PT Delta Djakarta Tbk dan maksimum adalah 14,6968 terdapat pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk. Rata-rata kedalaman kuotasi adalah 10,1302 dengan deviasi standar 2,3469. Nilai deviasi standar rendah karena nilainya kurang dari rata-rata dan menunjukkan nilai data berdekatan dengan rata-rata. Kedalaman kuotasi tersebar beragam di antara nilai minimum dan maksimum. Kedalaman kuotasi di perusahaan yang diamati tidak selalu menunjukkan perdagangan yang aktif, sebab ada perusahaan dengan nilai kedalaman kuotasi tinggi hanya disebabkan dari salah satu dari volume *bid* atau *ask* saja.

Pengujian Kelayakan Model

Hasil pengujian signifikansi simultan jalur I dan jalur II ditunjukkan pada tabel 3. Nilai signifikansi uji F untuk jalur I dan jalur II sebesar 0,000 dan nilai ini $< 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi untuk jalur I dan jalur II memenuhi uji F. Hasil uji F menunjukkan bahwa model, baik dari jalur I maupun jalur II layak untuk diprediksi.

Tabel 3. Hasil Pengujian Signifikansi Simultan

Jalur	Nilai F	Signifikansi	Keterangan
I	54,630	0,000	Signifikan
II	316,882	0,000	Signifikan

Sumber: Data diolah

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian regresi jalur I ditunjukkan pada tabel 4 dan hasil pengujian regresi jalur II ditunjukkan pada tabel 5.

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis (Jalur I)

Variabel	Prediksi Tanda	Koefisien tidak distandarisasi		Signifikansi	Keterangan
		Beta	Std. Error		
Konstanta		4,594	0,941	0,000	
KL	+	0,585	2,697	0,829	Tidak signifikan
HARGA	+	-0,069	0,073	0,351	Tidak signifikan
VAR	+	0,103	0,039	0,011	Positif, signifikan
TRANS	-	-0,269	0,032	0,000	Negatif, signifikan
DEPTH	-	0,085	0,070	0,226	Tidak signifikan
R ²		0,825			

Sumber: Data diolah

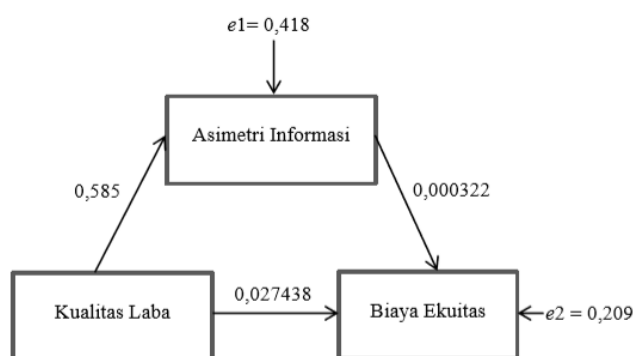
Berdasarkan hasil pengujian regresi jalur I dapat diketahui besarnya koefisien KL merupakan (P2) sebesar 0,585 dengan *standard error* (SP2) 2,697373 dan berdasarkan hasil pengujian regresi jalur II dapat diketahui besarnya koefisien KL (P1) sebesar 0,027438 dengan *standard error* (SP1) 0,014006 dan besarnya koefisien AI (P3) sebesar 0,000348 dengan *standard error* (SP3) 0,000322. Besarnya nilai R² jalur I adalah 0,825, sehingga $e1 = \sqrt{(1 - 0,825)} = 0,418$ dan besarnya nilai R² jalur II adalah 0,956, sehingga $e2 = \sqrt{(1 - 0,956)} = 0,209$. Besarnya koefisien mediasi = $(0,585 \times 0,000348) = 0,00020358$.

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis (Jalur II)

Variabel	Prediksi Tanda	Koefisien tidak distandarisasi		Signifikansi	Keterangan
		Beta	Std. Error		
Konstanta		0,022	0,012	0,082	
KL	+	0,027	0,014	0,055	Tidak signifikan*
AI	+	0,000	0,000	0,284	Tidak signifikan
SIZE	+	0,002	0,000	0,000	Positif, signifikan
BETA	+	-0,082	0,002	0,000	Negatif, signifikan
R ²		0,956			

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil pada tabel 5 dapat dilihat bahwa pengaruh kualitas laba terhadap asimetri informasi tidak signifikan karena signifikansi sebesar $0,829 > 0,05$. Berdasarkan hasil pada tabel 5 dapat dilihat bahwa pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0,05 karena signifikansi sebesar $0,055 > 0,05$, akan tetapi signifikan pada tingkat signifikansi 0,1 (*marginally significant*) karena signifikansi sebesar $0,055 < 0,1$ dan pengaruh asimetri informasi terhadap biaya ekuitas tidak signifikan karena signifikansi sebesar $0,284 < 0,05$. Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi sebagai variabel mediasi, sehingga hipotesis penelitian yaitu asimetri informasi memediasi pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas ditolak karena tidak didukung oleh bukti empiris.



Gambar 3. Hasil Analisis Jalur

Pembahasan

Pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas mengalami *marginally significant*, yaitu signifikan pada tingkat signifikansi 0,1. Dalam lingkup ilmu sosial, termasuk penelitian akuntansi, tingkat signifikansi 0,1 dapat diterima sebagai hasil yang signifikan. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sutanto dan Siregar (2012) yang meneliti pengaruh kualitas laba sebagai variabel mediasi antara *corporate governance* dengan biaya ekuitas. Penelitian Sutanto dan Siregar (2012) juga menemukan bahwa kualitas laba mempengaruhi biaya ekuitas dengan nilai signifikansi 0,063, yang berarti signifikan pada tingkat signifikansi 0,1. Selain itu berbagai penelitian dengan *setting* bukan di negara Indonesia (Francis, dkk., 2004; Francis, LaFond, Olsson, dan Schipper, 2005; Setterberg, 2012; dan Wong, 2008) juga menemukan bahwa kualitas laba berpengaruh langsung dan signifikan terhadap biaya ekuitas.

Pengaruh tidak langsung antara kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi tidak signifikan, baik dari kualitas laba terhadap asimetri informasi maupun asimetri informasi terhadap biaya ekuitas. Hasil ini berbeda dari penelitian Purwanto (2012) yang menemukan bahwa asimetri informasi berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas. Perbedaan ini bisa jadi disebabkan oleh perbedaan sampel yang diambil, di mana Purwanto (2012) menggunakan sampel perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan dengan mengeluarkan perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan menurut surat edaran PT BEJ No. SE-12/BEJ 111/X/1994.

Selain itu, hasil ini juga berbeda dengan penelitian Bhattacharya dkk. (2012) yang menemukan bahwa terdapat bukti empiris baik pada pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas dan pengaruh tidak langsung yang dimediasi oleh asimetri informasi. Hasil ini juga berbeda dari penelitian. Akan tetapi penelitian Bhattacharya, dkk. (2012) juga menekankan temuannya yang lain, yaitu pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas terbukti secara empiris paling substansial dibandingkan dengan pengaruhnya melalui asimetri informasi. Lebih lanjut Bhattacharya, dkk. (2012) mengungkapkan, jika ada *trade-off* antara meningkatkan kualitas atau presisi informasi dan meningkatkan kualitas atas akses terhadap informasi, maka penelitian Bhattacharya, dkk. (2012) menunjukkan bahwa efek *former* (pengaruh langsung) mendominasi efek *latter* (pengaruh tidak langsung). Dalam hal ini, penelitian ini juga mengkonfirmasi penelitian Bhattacharya, dkk. (2012) yaitu pengaruh langsung kualitas laba terhadap biaya ekuitas lebih berpengaruh jika dibandingkan dengan pengaruh tidak langsungnya, bahkan pengaruh tidak langsung tidak didukung oleh bukti empiris.

Variabel kontrol dalam jalur pertama yaitu harga (HARGA) memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian terdahulu (Demsetz, 1968; Tinic, 1972; Tinic dan West, 1972; dan Benston dan Hagerman, 1974 dalam Coller dan Yohn, 1997) akan tetapi sesuai dengan penelitian Purwanto (2004) dengan *setting* penelitian negara Indonesia. Penelitian Purwanto (2004) membuktikan secara empiris bahwa harga saham berpengaruh negatif dan tidak signifikan, baik sebelum atau sesudah *right issue*, terhadap *spread*, proksi asimetri informasi dalam penelitian ini. Variasi pengembalian (VAR) berpengaruh positif dan signifikan konsisten dengan penelitian terdahulu (Demsetz, 1968, Tinic, 1972, dan Stoll 1978 dalam Coller dan Yohn, 1997; dan Purwanto, 2004). Jumlah transaksi (TRANS) berpengaruh negatif dan signifikan juga konsisten dengan penelitian terdahulu (Barnea dan Logue, 1975; Hamilton, 1978; dan Stoll, 1978 dalam Coller dan Yohn, 1997; dan Purwanto,

2004). Kedalaman kuotasi (DEPTH) berpengaruh positif dan tidak signifikan sehingga tidak sesuai dengan pernyataan Lee, dkk. (1993) di mana *spread* akan melebar secara bersamaan dengan menurunnya kedalaman kuotasi untuk menurunkan likuiditas.

Variabel kontrol dalam jalur kedua yaitu ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan. Hasil ini bertentangan dengan hasil Murwaningsari (2012) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya ekuitas tetapi sesuai dengan penelitian Sutanto dan Siregar (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar akan memiliki kompleksitas usaha semakin tinggi, dalam hal ini membuat biaya ekuitas ikut terpengaruh positif. Selain itu, hal ini juga mungkin disebabkan oleh adanya peningkatan ekspektasi investor atas pengembalian yang akan diterimanya sesuai dengan semakin besarnya ukuran perusahaan. Beta (BETA) berpengaruh negatif dan signifikan sesuai dengan penelitian Murwaningsari (2012). Pengaruh beta terhadap biaya ekuitas, khususnya di pasar modal Indonesia perlu mendapatkan penelitian lanjutan sehingga dapat menghasilkan temuan yang lebih jelas.

Hasil analisis jalur menunjukkan tidak ada pengaruh kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi sebagai variabel mediasi. Terdapat beberapa kemungkinan untuk menjelaskan hasil analisis jalur ini. Pertama dimungkinkan, dalam lingkup industri manufaktur dengan *setting* pasar modal negara berkembang khususnya negara Indonesia, secara empiris, asimetri informasi tidak mendistorsi relevansi informasi kualitas laba dan kemampuan kualitas laba dalam mempengaruhi biaya ekuitas.

Kedua, jumlah sampel dan tahun pengamatan yang digunakan peneliti berbeda jika dibandingkan dengan penelitian terdahulu, yaitu penelitian Bhattacharya, dkk. (2012). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 64 perusahaan selama tahun 2005-2009, atau selama 5 tahun. Penelitian Bhattacharya menggunakan total 12.648 perusahaan dari rentang tahun 1993-2005, atau selama 13 tahun. Perbedaan jumlah sampel dan tahun pengamatan dengan penelitian terdahulu bisa menyebabkan perbedaan hasil antara kedua penelitian ini.

Ketiga, karakteristik pasar modal Indonesia sebagai negara berkembang yang berbeda dengan karakteristik negara maju yang digunakan dalam penelitian terdahulu, misalnya berdasarkan data olahan World Federation of Exchange tentang jumlah kapitalisasi pasar domestik pada tahun 2009, BEI mencatat \$214.941.470.000 sedangkan New York Stock Exchange (NYSE) mencatat \$11.837.793.300.000. Selain itu, Jawa Pos (18 Oktober 2013, hal. 6) juga menyebutkan bahwa pasar modal Indonesia memiliki tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan beberapa negara tetangga, misalnya Singapura dan Malaysia. Selain itu, menurut Syafaat (2008), pasar modal Indonesia merupakan pasar yang tidak efisien dalam bentuk lemah. Hal ini menyebabkan teori atau hasil penelitian berdasarkan karakteristik pasar modal yang berbeda tidak sesuai dengan pasar modal di Indonesia.

Keempat, menurut Meythi (2006) adalah adanya perilaku investor dalam menyikapi laba secara keseluruhan. Menurut Chen, dkk. (2001, dalam Meythi, 2006) investor melakukan fixation terhadap laba yang dilaporkan. Apabila investor memang melakukan fixation terhadap laba yang dilaporkan, maka hal ini mempengaruhi bagaimana penilaian investor terhadap informasi laba dalam pengambilan keputusannya, termasuk di dalamnya menentukan besarnya biaya ekuitas berdasarkan informasi laba tersebut.

SIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menemukan pengaruh tidak langsung atau pengaruh mediasi antara kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi seperti yang ditemukan dalam kajian analitis Lambert, dkk (2011). Penelitian ini menggunakan analisis jalur seperti yang dilakukan oleh penelitian Bhattacharya, dkk. (2012). Hasil analisis jalur menunjukkan tidak ada pengaruh mediasi antara kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi, sehingga hipotesis penelitian ini ditolak.

Hasil lain dari analisis jalur yang dapat diamati dari penelitian ini adalah pengaruh langsung dari kualitas laba terhadap biaya ekuitas dan pengaruh tidak langsung melalui asimetri informasi.

Dari hasil penelitian ini, terlihat bahwa pengaruh langsung lebih mendominasi pengaruh mediasi dibandingkan pengaruh tidak langsung. Hal ini sesuai dengan penelitian Bhattacharya, dkk. (2012) yang menyatakan bahwa pengaruh langsung adalah yang jalur paling substansial bagi kualitas laba untuk mempengaruhi biaya ekuitas. Oleh karena itu agar dapat meningkatkan jumlah investasi, khususnya di Indonesia, regulator dapat mempengaruhi biaya ekuitas dengan meningkatkan kualitas informasi, salah satunya informasi laba.

Penelitian dengan ruang lingkup pengaruh informasi terhadap investor diperlukan di negara Indonesia. Hasil-hasil penelitian dengan konteks tersebut akan meningkatkan kualitas regulator, peserta *trading*, dan kondisi pasar modal Indonesia. Sekalipun akhirnya penelitian ini tidak berhasil menemukan pengaruh mediasi kualitas laba terhadap biaya ekuitas melalui asimetri informasi, penelitian ini mencoba untuk menjustifikasi sebab-sebab tidak ditemukannya bukti empiris tersebut. Ada empat perkiraan sebab-sebab tidak ditemukannya bukti empiris tersebut, pertama asimetri informasi tidak menjadi mediasi antara kualitas laba terhadap biaya ekuitas; kedua perbedaan jumlah sampel dan periode penelitian dengan penelitian terdahulu; ketiga perbedaan karakteristik pasar modal Indonesia; dan keempat perilaku investor yang mengalami *fixation*.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Pertama, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini relatif sedikit, yaitu hanya 64 perusahaan yang berasal hanya dari industri manufaktur dan sampel yang mensyaratkan kriteria-kriteria tertentu (*purposive sampling*), bukan secara acak, sehingga hasil penelitian harus digeneralisasikan dengan hati-hati. Hal ini disebabkan adanya kebutuhan peneliti atas data tertentu yang harus dimiliki oleh perusahaan agar dapat dijadikan objek pengamatan.

Kedua, analisis jalur dengan menggunakan *software* IBM SPSS tidak dapat menunjukkan pengaruh tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel mediasi. Penggunaan IBM SPSS juga memiliki keterbatasan lain yaitu tidak dapat menggambarkan analisis jalur dalam satu model sehingga harus memecah menjadi dua jalur yang berbeda.

Ketiga, jumlah tahun pengamatan untuk menentukan kualitas akrual relatif lebih singkat dan tahun penelitian yang digunakan kurang kini sehingga dapat mempengaruhi hasil penelitian. Hal ini disebabkan adanya keterbatasan peneliti baik waktu, tenaga, dan ketersediaan data sehingga tidak menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dan tahun penelitian yang lebih kini.

Keempat, penelitian ini hanya menggunakan kualitas akrual dari model D&D yang dimodifikasi McNichols. Dalam penelitian yang lain, misalnya Bhattacharya, dkk. (2012) mengukur komponen kualitas akrual bawaan (*innate*) dan diskresioner. Selain itu, terdapat berbagai proksi lain dari kualitas laba yang dapat digunakan untuk memperkuat hasil penelitian dengan topik sejenis, misalnya persistensi laba, pemerataan laba, dan *earning response coefficient* (ERC).

Kelima, penelitian ini hanya melakukan pengamatan pada asimetri informasi dan biaya ekuitas pada saat berada pada tanggal publikasi laporan keuangan. Padahal, beberapa penelitian lain, misalnya Bhattacharya (2011) memeriksa periode selain periode pengumuman laba, yaitu 2 minggu sebelum pengumuman laba. Dengan memeriksa lebih banyak lingkup waktu akan dapat menemukan hasil yang lebih akurat dibandingkan hanya pada tanggal publikasi laporan keuangan saja.

Ada beberapa pertimbangan yang diperlukan untuk mengembangkan dan memperluas penelitian selanjutnya, yaitu: (1) Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas sampel penelitian pada sektor lain selain sektor manufaktur dan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang atau lebih kini untuk hasil yang lebih akurat; (2) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan alat penelitian lain selain SPSS, misalnya dengan menggunakan *software* AMOS; (3) Penelitian selanjutnya dapat memilih pengukuran lain untuk mengukur kualitas laba dengan lebih dari satu variabel sehingga dapat menghasilkan hasil penelitian yang lebih kokoh; dan (4) Penelitian selanjutnya dapat memeriksa asimetri informasi dan biaya ekuitas tidak hanya pada tanggal publikasi laporan keuangan saja, misalnya dengan memeriksa 2 minggu setelah tanggal publikasi laporan keuangan dan 2 minggu sebelum publikasi laporan keuangan.

REFERENCES

- Barron, O., X. Sheng, dan M. Thevenot, 2012, Information Environment and the Cost of Capital: A New Approach, *Working Paper* (<https://giving.american.edu/cas/economics/research/upload/2012-12.pdf> pada tanggal 10 Agustus 2013).
- Bhattacharya, N., F. Ecker, P.M. Olsson, dan K. Schipper, 2012, Direct and Mediated Associations Among Earning Quality, Information Asymmetry and the Cost of Equity, *The Accounting Review* Vol. 87 No. 2: 449-482.
- _____, H. Desai, dan K. Venkataraman, 2011, Does Earning Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs, *Working Paper* (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105160 diunduh pada tanggal 8 Agustus 2013).
- Botosan, C.A., M.A. Plumlee, dan Y. Xie, 2003, The Role of Private Information Precision in Determining Cost of Equity Capital, *Working Paper*, Utah: David Eccles School of Business University of Utah.
- _____, dan _____, 2005, Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium, *The Accounting Review* Vol. 80 No. 1: 2153.
- Brunner, R.F., K.M. Eades, R.S. Harris, dan R.C. Higgins, 1998, Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis, *Financial Practice and Education* – Spring/Summer: 13-28.
- Callahan, C.M., C.M.C. Lee, dan T.L. Yohn, 1997, Accounting Information and Bid-Ask Spread, *Accounting Horizons* Vol. 11 No. 4 December: 50-60.
- Coller, M. dan T.L. Yohn, 1997, Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads, *Journal of Accounting Research* Vol. 35 No 2 Autumn: 181-191.
- Dechow, P., W. Ge, dan C. Schrand, 2010, Understanding Earning Quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 50: 344-401.
- Easley, D. dan M. O'Hara, 2003, Information and the Cost of Capital, *Working Paper* (http://users.ox.ac.uk/~ofrcinfo/file_links/ofr_symposium2003/oharainformation%20and%20the%20cost%20of%20capital.pdf diunduh pada tanggal 10 Agustus 2013).
- Eisenhardt, K.M., 1989, Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review* Vol. 14 No. 1: 57-74.
- Francis, J., R. LaFond, P.M. Olsson, dan K. Schipper, 2004, Cost of Equity and Earning Attributes, *The Accounting Review* Vol. 79 No. 4: 967-1010.
- _____, _____, _____, dan _____, 2005, The Market Pricing of Accrual Quality, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 39: 295-327.
- _____, D. Nanda, dan P. Olsson, 2008, Voluntary Disclosure, Earning Quality, and Cost of Capital, *Journal of Accounting Research* Vol. 46 No. 1: 53-99.
- Ghozali, I., 2013, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, J., 2010, *Toeri Portofolio dan Analisis Investasi edisi ketujuh*, Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Hill, C.W. dan T.M. Jones, 1992, Stakeholder-Agency Theory, *Journal of Management Studies* Vol. 29 No. 2: 131-154.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2012, *Standar Akuntansi Keuangan*, Jakarta: Salemba Empat.
- Jawa Pos, 2013, Tingkatkan Kedalaman Pasar, *Jawa Pos*, 18 Oktober: 6.
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* Vol. 3 No. 4: 305-360.
- _____, 1983, Organization Theory and Methodology, *The Accounting Review* Vol. 58 No : 319-339.
- Jia, Zhu, 2007, The Effect of Earning Quality on Association between Information Precision and the Cost of Equity Capital, *Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan*, Hong Kong: University of Hong Kong.
- Krinsky, I. dan J. Lee, 1996, Earning Announcement and the Components of the Bid-Ask Spread, *The Journal of Finance* Vol. 51 No.4: 1523-1535.

- Lambert, R., C. Leuz, dan R.E. Verrecchia, 2011, Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital, *Working Paper akan dikumpulkan pada Review of Finance tahun 2011* (diunduh http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113649 pada tanggal 8 Agustus 2013).
- Lee, C.M.C, B. Mucklow, M.J. Ready, 1993, Spreads, Depths, and the Impact of Earning Information: An Intraday Analysis, *The Review of Financial Studies* Vol. 6 No. 2: 345-374.
- Liao, H.H., T.K. Chen, C.W. Lu, Y.C. Wu, 2010, Information Uncertainty, Information Asymmetry, and Corporate Bond Yield Spreads, *Makalah dikumpulkan pada rapat tahunan American Finance Association (AFA) tahun 2010*.
- Meythi, 2006, Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Harga Saham dengan Persistensi Laba sebagai Variabel Intervening, *Makalah disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Murwaningsari, E., 2012, Faktor-faktor yang Mempengaruhi Cost of Capital, *Majalah Ekonomi Tahun XXII* No. 2: 157-172.
- Ogden, J. P., F.C. Jen, dan P.F. O'Connor, 2003, *Advance Corporate Finance Policies and Strategies*, New Jersey: Prentice Hall.
- Pasaribu, R.B.F., 2009, Koreksi Bias Koefisien Beta di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol. 3 No. 2 Juli: 81-89.
- Purwanto, A., 2004, Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan, dan Varian Return terhadap Bid-Ask Spread pada masa Sebelum dan Sesudah Right Issue di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Akuntansi dan Auditing* Vol. 1 No. 1: 66-82.
- Purwanto, A., 2012, Pengaruh Manajemen Laba, Asymmetry Information dan Pengungkapan Sukarela terhadap Biaya Modal, *Makalah disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi XV di Banjarmasin*.
- Purwanto, D., 2013, Kuartal I, IHSG bersinar (<http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2013/03/31/1422461/Kuartal.I.IHSG.Bersinar>, diakses pada 11 November 2013).
- Sari, N.I., 2013, Pengumuman laba kuartal I bantu penguatan IHSG (<http://www.merdeka.com/uang/pengumuman-laba-kuartali-bantu-penguatan-ihsg.html>, diakses pada 11 November 2013).
- Schipper, K. dan L. Vincent, 2003, Earning Quality, *Accounting Horizons Supplement* 2003: 97-110.
- Setterberg, H., 2012 Earning Quality and the Implied Cost of Equity Capital - The Swedish Case, *Working Paper*, Stockholm: Stockholm School of Economics.
- Stoll, H.R, 1978, The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of Nasdaq Stocks, *The Journal of Finance* Vol. 33 No. 4 September: 1153-1172.
- Subramanyam, K.R. dan J.J. Wild, 2009, *Financial Statement Analysis 10th ed.*, New York: McGraw-Hill.
- Sutanto, S dan S.V. Siregar, 2012, Corporate Governance, Kualitas Laba, dan Biaya Ekuitas: Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009, *Makalah disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi XV di Banjarmasin*.
- Syafaat, M.A., 2008, Analisis Efisiensi Pasar Modal dengan Menggunakan Metode Box Jenkins Arima, *Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan*, Jakarta: Universitas Indonesia.
- Tinic, S.M. dan R.R. West, 1972, Competition and the Pricing of Dealer Service in the Over-the-Counter Stock Market, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 7, No. 3 June: 1707-1727.
- Tong, Y.H. dan B. Miao 2011, Are Dividends Associated with the Quality of Earnings ?, *Accounting Horizons* Vol. 25, No.1: 183-204.
- Wahlen, J.M., S.P. Baginski, dan M.T. Bradshaw, 2011, *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: a Strategic Perspective 7th ed.*, Ohio: South-Western Cengage Learning.
- Wong, L., 2008, Earning Quality and the Cost of Equity in Australia, *Working Paper*, Sydney: University of New South Wales.
- World Federation of Exchange, olahan data kapitalisasi pasar domestik yang diambil dari <http://www.worldexchanges.org/statistics/annual-query-tool> pada tanggal 10 November 2013.