

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 13 Nomor 2, Desember 2016

**HUBUNGAN ANTARA KUALITAS LABA, ASIMETRI INFORMASI, DAN BIAYA
MODAL EKUITAS: PENGUJIAN MENGGUNAKAN ANALISIS JALUR**
*(The Relationship between Earnings Quality, Information Asymmetry, and Cost of Equity
Capital: A Test Using Path Analysis)*

Moh. Nasih

Universitas Airlangga
mhnasih@yahoo.com

Puput Tri Komalasari¹

Universitas Airlangga
puput_tk@yahoo.com

Moh. Madyan

Universitas Airlangga
muhammad_madyan@yahoo.com

Abstract

This study examines the direct and indirect impacts of earnings quality on cost of equity capital by using path analysis. The quality of earnings is measured by two proxies, namely discretionary accrual and income smoothing. Information asymmetry is used as mediating variable. This study uses 3 years sample period, ie 2008-2010. This study finds that information asymmetry has two important roles in determining the cost of equity capital. Firstly, information asymmetry affects positively to cost of equity capital, and secondly, information asymmetries serve as mediator between earnings quality measured by discretionary accrual and the cost of equity capital. Nevertheless, there is no significant direct and indirect relationship between earnings quality and the cost of capital when earnings quality was measured by income smoothing.

Keywords: *information asymmetry, cost of equity capital, discretionary accrual, income smoothing, earnings quality*

Abstrak

Penelitian ini menguji dampak langsung dan tidak langsung dari kualitas laba terhadap biaya modal ekuitas dengan menggunakan analisis jalur. Kualitas laba diukur dengan dua proksi, yaitu *discretionary accrual* dan perataan laba. Penelitian ini menggunakan asimetri informasi sebagai variabel pemediasi. Periode penelitian yang digunakan adalah 3 tahun yaitu tahun 2008-2010. Penelitian ini menemukan asimetri informasi memiliki dua peran penting dalam penentuan biaya modal ekuitas. Pertama, asimetri informasi berpengaruh positif terhadap biaya modal ekuitas, dan kedua asimetri informasi merupakan mediator antara kualitas laba yang diukur dengan *discretionary accrual* dan biaya modal ekuitas. Namun demikian, penelitian ini tidak berhasil menemukan pengaruh langsung dan tidak langsung dari kualitas laba yang diukur dengan perataan laba terhadap biaya modal ekuitas.

Kata kunci: *asimetri informasi, cost of equity capital, discretionary accrual, kualitas laba, perataan laba*

¹ Penulis adalah mahasiswa program doktor (S3) di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.

PENDAHULUAN

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa struktur finansial tidak relevan bagi pengambilan keputusan investasi. Argumentasi ini didasarkan pada asumsi pasar modal yang sempurna, sehingga sumber pendanaan eksternal merupakan substitusi yang sempurna bagi sumber pendanaan internal. Namun, struktur finansial ini menjadi relevan dalam pengambilan keputusan investasi bagi perusahaan yang menghadapi ketidakpastian (*uncertainty*), atau beroperasi di pasar modal yang tidak sempurna yang menyebabkan biaya modal eksternal (*external cost of capital*) melebihi biaya dana internal (*internal cost of fund*). Myers dan Majluf (1984) dan Fazzari et al. (1988) menemukan bahwa ketidakefektifan pasar menciptakan masalah asimetri informasi di pasar modal.

Masalah asimetri informasi di pasar modal yang tidak sempurna seringkali menyulitkan bagi penyedia dana eksternal untuk mengevaluasi kualitas peluang investasi perusahaan. Akibatnya, biaya untuk penerbitan utang atau ekuitas baru jauh melampaui biaya peluang (*opportunity cost*) dari sumber pendanaan internal yang dihasilkan melalui arus kas dan laba ditahan. Dengan kata lain, sumber dana internal bukan merupakan substitusi yang sempurna bagi sumber pendanaan eksternal (Fazzari et al. 1988).

Dalam mekanisme pasar modal, partisipan pasar juga menghadapi masalah asimetri informasi. Partisipan pasar berinteraksi satu dengan lainnya dalam rangka merealisasikan tujuan mereka, yaitu membeli dan menjual sekuritas. Aktivitas mereka utamanya dipengaruhi oleh informasi yang diterima secara langsung (yaitu informasi publik) atau tidak langsung (misalnya informasi yang diperoleh melalui *insider trading*).

Model analitis yang dikembangkan oleh Kyle (1985) dan Glosten dan Milgrom (1985) menunjukkan bahwa asimetri informasi dapat meningkatkan *adverse selection risk* bagi *liquidity traders* sehingga mereka melebarkan *bid-ask spread* di pasar modal. Lebaranya *bid-ask spread* menyebabkan turunnya likuiditas

saham tersebut. Amihud dan Mendelson (1986) mendokumentasikan peningkatan biaya modal yang disebabkan oleh turunnya likuiditas.

Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan adanya hubungan antara asimetri informasi dan biaya modal ekuitas (*cost of equity capital*). Secara analitis, Diamond dan Verrecchia (1991) menunjukkan bahwa dengan mengungkapkan informasi privat, return yang diminta (*required rate of return*) oleh investor akan menurun karena turunnya biaya transaksi sebagai hasil dari penurunan *adverse selection problem* dan pada akhirnya biaya modal ekuitasnya juga mengalami penurunan. Semakin besar asimetri informasi di antara partisipan pasar akan menghasilkan peningkatan biaya transaksi dan menurunkan likuiditas sehingga return yang diminta oleh investor juga meningkat. Jadi, berdasarkan hasil riset analitis Kyle (1985), Glosten dan Milgrom (1985), Amihud dan Mendelson (1986), dan Diamond dan Verrecchia (1991) dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi berasosiasi negatif dengan biaya modal.

Salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi di pasar modal adalah melalui pengungkapan (*disclosure*) laporan keuangan oleh emiten. Laporan keuangan diduga mampu memberikan sinyal mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Namun, laporan keuangan yang menyesatkan sangat mungkin akan meningkatkan risiko bagi investor.

Lambert et al. (2011) menemukan bahwa risiko informasi (yaitu risiko atas kualitas informasi dan akurasi informasi yang diterima oleh investor berhubungan dengan biaya modal ekuitas. Hasil riset analitis mereka menyatakan bahwa dalam *setting* kompetisi sempurna, tingkat presisi penilaian arus kas perusahaan di masa mendatang secara langsung memengaruhi biaya modal ekuitas. Risiko informasi sebagaimana disampaikan oleh Lambert et al. (2011) seringkali diproksikan dengan kualitas laba. Laba dikatakan berkualitas tinggi apabila mampu menyediakan informasi yang reliabel mengenai kondisi kinerja keuangan perusaha-

an yang relevan untuk pengambilan keputusan (Dechow et al. 2010).

Dari dua aliran riset analitis yang dikemukakan oleh Diamond dan Verrecchia (1991) dan Lambert et al. (2011) terdapat pola hubungan yang berbeda. Aliran riset yang pertama menunjukkan hubungan antara asimetri informasi dan biaya modal ekuitas, sedangkan aliran riset yang kedua menggambarkan hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas. Pengintegrasian kedua aliran riset tersebut diharapkan dapat memberikan kerangka teori yang lebih komprehensif. Namun demikian, upaya untuk mengintegrasikan kedua bentuk hubungan tersebut dalam riset empiris masih sangat minim. Mayoritas penelitian sebelumnya menguji hubungan antara kualitas laba, asimetri informasi dan biaya modal ekuitas secara parsial (misalnya, Handa dan Linn 1993; Komalasari dan Baridwan 2001; Bhattacharya et al. 2013; Eliwa et al. 2016).

Kualitas laba tidak hanya memengaruhi investor melainkan juga perusahaan. Bagi perusahaan, menerbitkan informasi yang berkualitas rendah dapat menyebabkan tingginya biaya modal, dan hal ini dapat mengganggu kinerja perusahaan karena semakin sedikit peluang investasi yang dapat diambil. Bagi partisipan pasar, buruknya kualitas informasi dapat meningkatkan keraguan mengenai kinerja perusahaan sedemikian rupa sehingga asimetri informasi di antara partisipan pasar meningkat. Tingginya tingkat asimetri informasi mendorong turunnya likuiditas saham dan akibatnya return yang diminta oleh investor meningkat yang pada gilirannya meningkatkan biaya modal perusahaan. Rerangka teoretis ini tampak kuat di literatur keuangan, namun belum banyak didukung oleh bukti empiris yang kuat terutama di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang tersebut, isu utama yang diangkat dalam penelitian ini adalah bagaimana mengintegrasikan hubungan antara kualitas laba, asimetri informasi dan biaya modal ekuitas serta mengujinya secara empiris dalam konteks perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jadi, tujuan dari studi ini adalah

menguji asosiasi antara kualitas informasi, asimetri informasi dan biaya ekuitas dalam satu kerangka empiris yang komprehensif. Dengan kata lain, studi ini berupaya untuk mengkombinasikan dua ide fundamental yang dikemukakan oleh Diamond dan Verrecchia (1991) dan Lambert et al. (2011).

Bhattacharya et al. (2012) merupakan peneliti yang memelopori untuk mengintegrasikan hubungan antara kualitas laba, asimetri informasi dan biaya modal ekuitas. Mereka meneliti hubungan ketiga konstruk tersebut dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Hasil penelitian mereka menemukan adanya hubungan langsung dan tidak langsung antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas.

Berbeda dengan Bhattacharya et al. (2012), penelitian ini menggunakan kerangka teori mikrostruktur pasar untuk mengukur asimetri informasi. Berdasarkan literatur mikrostruktur pasar (misalnya Easley dan O'Hara 1987), asimetri informasi antara partisipan pasar dicerminkan dari komponen *adverse selection* dari *bid ask spread*. Penggunaan komponen *adverse selection* ini dinilai lebih mampu merepresentasikan situasi asimetri informasi antara partisipan yang memiliki informasi lebih lengkap (disebut *informed trader*) dan partisipan yang memiliki informasi yang sedikit (disebut *uninformed trader*).

Bhattacharya et al. (2013) telah menguji hubungan antara kualitas laba dan asimetri informasi. Proksi asimetri informasi yang digunakan oleh Bhattacharya et al. (2013) mirip dengan Bhattacharya et al. (2012) yaitu menggunakan *effective spread* dan *price impact* yang mencerminkan kecepatan penyesuaian perubahan harga. Kelemahan dari penggunaan *effective spread* untuk mengukur asimetri informasi adalah *effective spread* merupakan ukuran yang kasar (*noisy measure*) karena mengandung tiga jenis biaya yang dihadapi oleh *dealer*, yaitu biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*), biaya penyimpanan (*inventory holding cost*), dan biaya *adverse selection* (lihat misalnya, Amihud dan Mendelson 1986; Copeland dan Galai 1983; Stoll 1978).

Perbedaan kedua adalah penelitian ini tidak hanya menggunakan dasar akrual untuk mengukur kualitas laba, melainkan juga menggunakan *income smoothing* sebagai salah satu pengukuran kualitas laba dengan alasan bahwa seringkali investor lebih mudah melihat fenomena *income smoothing* dibandingkan dengan menghitung komponen akrual dari laba perusahaan.

Terakhir, penelitian ini tidak memasukkan risiko sistematis (beta) sebagai pemediasi hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas sebagaimana Bhattacharya et al. (2012) karena penelitian ini menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) yang telah mengandung beta sebagai proksi dari biaya modal ekuitas. Jadi, penelitian ini hanya menggunakan satu mediator, yaitu asimetri informasi.

Studi ini memberikan dua kontribusi, pertama adalah memberikan bukti tambahan mengenai hubungan antara kualitas laba, asimetri informasi dan biaya ekuitas yang sangat jarang diteliti khususnya di Indonesia. Kedua, penelitian ini menerapkan suatu rerangka konseptual baru berdasarkan dua aliran penelitian yaitu hubungan antara asimetri informasi dan biaya modal ekuitas (Diamond dan Verrecchia 1991) dan hubungan antara kualitas informasi dan biaya modal ekuitas (Lambert et al. 2011).

Hasil studi ini menemukan bahwa asimetri informasi memiliki dua peran penting, yaitu bahwa asimetri informasi memiliki dampak positif terhadap biaya modal ekuitas, dan kedua bahwa asimetri informasi merupakan mediator antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas. Hasil riset ini mengimplikasikan bahwa biaya dana yang semakin murah dapat diperoleh melalui penurunan asimetri informasi dan memperbaiki kualitas informasi akuntansi. Regulator perlu mendorong perusahaan publik untuk memperbaiki kuantitas dan kualitas informasi yang relevan bagi investor melalui pengungkapan wajib (*mandatory*) dan suka rela (*voluntary*).

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kualitas Laba

Konsep kualitas laba telah berkembang sejak tahun 1930an ketika analisis fundamental mulai digunakan oleh investor untuk mengidentifikasi sekuritas yang *under* atau *overvaluation* sebagaimana digambarkan oleh Graham dan Dodd (2009) dalam bukunya yang berjudul *Security Analysis*. Suatu sekuritas dihargai *under* atau *overvaluation* jika terdapat perbedaan antara harga sekuritas dan nilai intrinsik atau *true value*. Nilai intrinsik atau *true value* diestimasi berdasarkan analisis laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Kualitas laba merupakan konsep yang multidimensional. Paling tidak terdapat tiga faktor yang memengaruhi kualitas laba, yaitu keputusan yang diambil oleh badan penetap standar (dalam hal ini adalah Ikatan Akuntan Indonesia), pilihan yang dibuat oleh manajemen mengenai metode akuntansi yang seharusnya dipilih dari berbagai alternatif, dan pertimbangan serta estimasi yang disusun oleh manajemen dalam menerapkan metode akuntansi yang dipilih (Dechow et al. 2010).

Analisis sekuritas memiliki kepentingan terhadap informasi keuangan perusahaan guna mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan. Salah satu indikator kinerja keuangan yang paling sering dianalisis adalah tingkat *earnings power* yang dihasilkan oleh perusahaan. Kendala yang dihadapi oleh analisis sekuritas adalah sulitnya menandingkan angka laba dari tahun ke tahun atau antar perusahaan karena laba (*earnings*) merepresentasikan interaksi antara metode akuntansi dan kebijakan manajemen tentang pelaporan keuangan. Hal ini mendorong munculnya variasi antar laporan keuangan perusahaan. Jadi, kualitas laba yang dilaporkan oleh perusahaan merupakan objek yang dibutuhkan oleh analisis sekuritas untuk menilai kinerja perusahaan. Bagi analisis sekuritas, kualitas laba memiliki asosiasi dengan *true earnings power* perusahaan (Dechow et al. 2010).

Riahi-Belkoui (2005) mengoperasionalisasi kualitas informasi akuntansi sebagai keburaman laba (*earnings opacity*). Istilah keburaman laba ini diperkenalkan oleh Bhattacharya et al. (2003). Keburaman laba mengukur seberapa besar *reported income* gagal memberikan informasi mengenai laba ekonomik (*economic earnings*) yang sesungguhnya—yang sebenarnya tidak dapat diobservasi—dari perusahaan tersebut. Secara singkat, keburaman laba adalah hilangnya tingkat keinformatifan dari *reported earnings* sebuah perusahaan.

Reported earnings sebuah perusahaan bisa menjadi bias karena adanya interaksi yang kompleks antara motivasi manajerial, standar akuntansi dan kualitas audit (Bhattacharya et al. 2003). Bisa jadi bahwa *reported earnings* mengalami penurunan kualitas karena adanya motivasi manajemen untuk memanipulasi angka laba, dan hal ini dimungkinkan oleh standar akuntansi yang memberikan fleksibilitas dalam pemilihan praktik-praktik akuntansi. Alternatifnya, lemahnya kualitas *reported earnings* bisa jadi tidak disebabkan oleh motivasi untuk memanipulasi laba melainkan karena standar akuntansi yang belum mampu memberikan metode yang terbaik untuk menyajikan sebuah informasi ekonomik dari sebuah aktivitas bisnis perusahaan, dan manajemen tidak berminat untuk mengatasi kelemahan ini.

Berdasarkan argumentasi dari Bhattacharya et al. (2003) dan Dechow et al. (2010) maka kualitas laba seringkali diasosiasikan dengan manajemen laba. Semakin tinggi laba yang dimanipulasi (*managed earnings*) mengindikasikan kualitas yang rendah (Lo 2008). Secara eksplisit, Lo (2008) menyatakan bahwa “Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.”

Teori Bid-Ask Spread

Model asimetri informasi (misalnya, Copeland dan Galai 1983) mengasumsikan bahwa terdapat 3 jenis pelaku pasar modal, yaitu partisipan (*trader*) dengan informasi berlebih (disebut *informed traders*), partisipan dengan informasi yang sedikit (disebut *uninformed trader*) dan *risk neutral specialist*. *Informed traders* melakukan transaksi berdasarkan informasi privat yang mereka miliki yang belum tercermin dalam harga saham, dan mereka bertransaksi secara spekulatif. *Informed traders* masuk ke pasar karena mereka memiliki informasi privat mengenai nilai aset di masa mendatang yang belum pernah dipublikasikan, sedangkan *uninformed trader* (atau seringkali disebut *liquidity trader*) bertransaksi untuk menyesuaikan portofolio dalam rangka mengoptimalkan arus kas mereka. Spesialis merupakan partisipan pasar yang dapat bertindak sebagai *broker* atau *dealer*. *Brokerage transaction* ditujukan untuk memenuhi pesanan investor yang menjadi kliennya, sedangkan sebagai *dealer*, spesialis memiliki kewenangan untuk bertransaksi atas namanya sendiri. Spesialis diasumsikan memiliki informasi yang identik dengan *liquidity traders*. Dalam kondisi ini, *dealer* menghadapi masalah *adverse selection* dan menghadapi potensi kerugian ketika bertransaksi dengan *informed traders*. Untuk menutupi kerugian dari *informed trader* maka *dealer* akan melebarkan *spread* dari *liquidity traders*.

Secara ringkas, literatur mikrostruktur mengenai *bid ask spread* menyatakan bahwa terdapat suatu komponen *spread* yang turut memberikan kontribusi terhadap kerugian yang dialami *dealer* ketika bertransaksi dengan *informed trader*. Komponen tersebut adalah:

- 1) Biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*), terdiri dari biaya yang dibebankan oleh *dealer* atas kesiapannya mempertemukan pesanan pembelian dan penjualan, serta kompensasi atas waktu yang diluangkan oleh *dealer* untuk menyelesaikan transaksi.
- 2) Biaya penyimpanan persediaan (*inventory holding cost*), yaitu biaya yang ditanggung

oleh *dealer* untuk menyimpan sejumlah saham agar dapat diperdagangkan sesuai dengan permintaan.

- 3) *Adverse selection component*, mencerminkan sebuah harga (*reward*) yang diberikan kepada pedagang sekuritas untuk mengambil suatu risiko ketika berhadapan dengan investor yang memiliki informasi superior (*informed trader*), komponen ini terkait erat dengan arus informasi di pasar modal.

Berkaitan dengan kualitas informasi, fokus perhatian penelitian ini adalah pada komponen *adverse selection*. Penelitian yang dilakukan oleh Bagehot (1971) dan Easley dan O'Hara (1987) telah mengembangkan model teoretis yang menghubungkan arus informasi terhadap *bid ask spread*. Premis yang mereka ajukan adalah bahwa sebagian investor memiliki lebih banyak informasi mengenai nilai saham dibandingkan *dealer*. *Dealer* mengetahui bahwa *informed trader* ini hanya akan berdagang jika dipandang menguntungkan bagi mereka. Di sisi lain, *dealer* juga mengetahui bahwa mereka akan memperoleh keuntungan bila berdagang dengan *uninformed trader*.

Model ini menyatakan bahwa *dealer* menetapkan *bid-ask spread* sedemikian rupa sehingga keuntungan yang diharapkan dari *uninformed trader* dapat menutup kerugian dari *informed trader*. Oleh karena itu, komponen *adverse selection* dari *spread* ini akan lebih besar ketika *dealer* memprediksi bahwa potensi untuk bertransaksi dengan *informed trader* lebih besar, atau ketika *dealer* meyakini bahwa *informed trader* memiliki informasi yang lebih akurat. Dalam kondisi ini maka komponen *adverse selection* dari *bid-ask spread* merefleksikan tingkat risiko asimetri informasi yang dipersepsikan oleh *dealer*. Jadi, ketika *dealer* bertransaksi dengan *informed trader* maka biaya transaksi akan meningkat, dan adanya asimetri informasi akan membawa pada *bid-ask spread* yang lebih besar.

Kualitas Laba dan Biaya Modal Ekuitas

Hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas dijelaskan melalui teori penetapan harga risiko informasi (*theory of*

the pricing of information risk). Leuz dan Verrecchia (2004) menyatakan bahwa laporan kinerja (misalnya laporan laba) berperan dalam menyelaraskan kepentingan perusahaan dan investor terkait dengan investasi modal. Dalam konteks perencanaan investasi, pelaporan keuangan yang berkualitas buruk dapat merusak koordinasi antara perusahaan dan investornya karena ketidakpastian tentang presisi dan akurasi dari informasi keuangan sehingga menciptakan risiko informasi bagi investor. Investor mengantisipasi risiko informasi ini dengan cara menuntut premi risiko yang lebih tinggi atas modal yang akan ditanamkan dalam perusahaan. Tingginya premi risiko ini secara langsung menyebabkan tingginya biaya modal yang ditanggung oleh perusahaan. Leuz dan Verrecchia (2004) juga menegaskan bahwa sebagian dari risiko informasi ini termasuk dalam kategori risiko yang tidak dapat didiversifikasikan.

Easley dan O'Hara (2004) juga menyatakan bahwa risiko informasi yang dihadapi oleh *uninformed traders* tidak dapat didiversifikasi. Dalam modelnya, semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh *informed investor* maka risiko bagi *uninformed investor* yang memegang saham meningkat, karena investor yang memiliki informasi privat akan mampu memperbaiki komposisi portofolionya dengan lebih baik dibandingkan *uninformed investor*. Jadi, *uninformed investor* menghadapi risiko informasi sistematis (yaitu risiko yang tidak dapat didiversifikasi), sehingga mereka menuntut return yang lebih tinggi (yaitu membebankan biaya modal ekuitas yang lebih tinggi) sebagai kompensasi. Easley dan O'Hara (2004) menegaskan bahwa besarnya informasi privat dan rendahnya presisi informasi menunjukkan besarnya risiko informasi dan menyebabkan tingginya *required return*.

Francis et al. (2004) menguji pengaruh kualitas informasi akuntansi yang diukur dengan 7 atribut kualitas laba terhadap biaya modal. Atribut kualitas laba diukur dengan menggunakan basis akuntansi dan basis pasar. Penelitian tersebut menemukan bahwa secara umum perusahaan dengan kualitas laba yang rendah menanggung biaya modal yang lebih

besar. Secara lebih spesifik, Francis et al. (2005) menguji keterkaitan antara kualitas akrual perusahaan dengan biaya modal. Francis et al. (2005) menyatakan bahwa kualitas akrual yang digunakan dalam penelitiannya mampu merefleksikan tingkat risiko informasi yang ditanggung oleh investor dan menemukan bahwa rendahnya kualitas akrual perusahaan diasosiasikan dengan tingginya biaya modal perusahaan baik biaya modal utang ataupun biaya modal ekuitas. Seirama dengan Francis et al. (2004, 2005), Bhattacharya et al. (2013) menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas laba yang rendah menanggung asimetri informasi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan kualitas laba yang bagus di sekitar tanggal pengumuman laba.

Dutta dan Nezlobin (2016) meneliti dampak pengungkapan informasi pada biaya modal ekuitas dan kesejahteraan investor. Hasil riset mereka menemukan bahwa peningkatan presisi pengungkapan informasi publik mendorong turunnya biaya modal. Hasil ini bukan tidak konsisten dengan Francis et al. (2004) karena kualitas pengungkapan informasi dapat menjadi substitusi bagi kualitas laba (Mouselli et al. 2012). Oleh karena itu, hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H₁: Kualitas laba berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas.

Asimetri Informasi dan Biaya Modal Ekuitas

Hubungan antara asimetri informasi dan biaya modal ekuitas bisa dijelaskan dari literatur tentang mikrostruktur pasar finansial. Model asimetri informasi mengimplikasikan bahwa informasi publik yang mampu menurunkan asimetri informasi diantara pelaku pasar seharusnya diikuti dengan penurunan *spread* yang ditetapkan oleh *dealer*. Model analitis yang dikemukakan oleh Kyle (1985) dan Glosten dan Milgrom (1985) menunjukkan bahwa asimetri informasi akan meningkatkan *adverse selection risk* bagi *liquidity traders* sehingga mereka melebarkan *bid-ask spread*. Lebarnya *bid-ask spread* menyebabkan turunnya likuiditas saham tersebut.

Secara teoretis, Amihud dan Mendelson (1986) menyatakan bahwa biaya modal ekuitas akan lebih besar untuk sekuritas dengan *bid-ask spread* yang lebih lebar karena investor menuntut return yang lebih tinggi guna menutupi tambahan biaya transaksi yang ditanggungnya. Publikasi informasi yang dilakukan perusahaan dapat mengurangi biaya *adverse selection* dari *bid-ask spread* sehingga biaya modal ekuitas juga turun.

Diamond dan Verrecchia (1991) mengembangkan suatu model analitis yang menguji sebab dan akibat dari likuiditas saham serta dampaknya terhadap harga saham dan biaya modal. Keduanya mengidentifikasi bahwa penurunan asimetri informasi menurunkan biaya modal. Riset analitis lainnya dilakukan oleh Handa dan Linn (1993), Coles et al. (1995) dan Clarkson et al. (1996). Mereka menyimpulkan bahwa makin banyak pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan maka biaya modal ekuitas akan turun akibat turunnya estimasi risiko sistematis.

Komalasari dan Baridwan (2001) mencoba untuk menguji riset analitis Diamond dan Verrecchia (1991) secara empiris. Keduanya menemukan hubungan positif antara asimetri informasi dan biaya modal ekuitas di Bursa Efek Jakarta. Artinya bahwa semakin kecil asimetri informasi yang terjadi diantara partisipan pasar modal maka semakin kecil biaya modal ekuitas yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil empiris ini mendukung rerangka teoretis yang dikembangkan oleh Diamond dan Verrecchia (1991). Lebih lanjut, Komalasari dan Baridwan (2001) menemukan bahwa ukuran perusahaan memengaruhi biaya modal ekuitas perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka penurunan biaya modal ekuitas sebagai akibat dari penurunan asimetri informasi lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Pada awal analisisnya, Easley dan O'Hara (2004) membedakan dampak perbedaan komposisi informasi antara informasi publik dan informasi privat terhadap harga aset. Keduanya berpendapat bahwa *uninformed investor* mengakui bahwa mereka memiliki *information disadvantage* diban-

dingkan *informed investor* sehingga mereka cenderung memegang sekuritas dalam jumlah yang lebih sedikit. Pada gilirannya, kondisi tersebut mendorong harga sekuritas mengalami penurunan seiring dengan tingginya kesenjangan informasi (yaitu asimetri informasi) di antara investor, sehingga biaya modal perusahaan mengalami peningkatan.

Lambert et al. (2011) meneliti secara analitis hubungan antara asimetri informasi dan biaya modal dalam kondisi pasar yang tidak sempurna. Mereka menunjukkan bahwa terdapat interaksi antara kondisi pasar, asimetri informasi dan biaya modal perusahaan. Ketidakefektifan pasar telah menyebabkan harga tidak merefleksikan informasi secara lengkap; yang pada gilirannya akan menurunkan tingkat presisi informasi dan meningkatkan biaya modal. Asimetri informasi antara partisipan pasar menciptakan pasar yang tidak likuid sehingga meningkatkan biaya modal. Hipotesis yang akan diuji adalah:

H₂: Asimetri informasi memiliki dampak positif terhadap biaya modal ekuitas

Kualitas Laba, Asimetri Informasi, dan Biaya Modal Ekuitas

Pengungkapan informasi yang diberikan oleh perusahaan kepada publik dapat menurunkan asimetri informasi diantara pelaku pasar (*trader*) sehingga para pelaku pasar dapat mengambil keputusan investasi secara efektif pada tingkat harga yang wajar sehingga likuiditas saham perusahaan tersebut juga meningkat. Pada tahapan selanjutnya, peningkatan likuiditas saham akan menurunkan biaya modal perusahaan (Amihud dan Mendelson 1986).

Botosan (1997) meneliti pengaruh informasi akuntansi terhadap biaya modal ekuitas. Dengan menggunakan *disclosure index* untuk mengukur besaran kualitas informasi akuntansi, Botosan (1997) menemukan bahwa semakin besar tingkat pengungkapan akuntansi yang dilakukan oleh perusahaan yang diikuti oleh sedikit analis maka biaya modal ekuitasnya semakin rendah. Namun ia tidak menemukan bukti asosiasi antara tingkat pengungkapan informasi akuntansi dengan biaya modal

ekuitas untuk perusahaan yang diikuti oleh sejumlah besar analis.

Dengan menggunakan proksi kualitas informasi yang berbeda dengan Botosan (1997), Chung et al. (2009) menyatakan bahwa semakin agresif manajemen dalam memilih praktik akuntansi, *trader* semakin memperlebar *bid-ask spread*nya dalam rangka memproteksi mereka terhadap kemungkinan kerugian akibat dari tingginya asimetri informasi tentang kualitas laporan keuangan perusahaan. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Bardos (2011). Berdasarkan penelitian Chung et al. (2009) dan Bardos (2011) dapat disimpulkan bahwa praktik manajemen laba yang dilakukan oleh manajer akan meningkatkan asimetri informasi di antara partisipan pasar karena investor mengantisipasi ketidakpastian atas kualitas informasi akuntansi. Hasil ini diperkuat oleh Bhattacharya et al. (2013) yang meneliti asosiasi antara kualitas laba dan asimetri informasi dengan menggunakan sampel besar dari NYSE dan NASDAQ untuk periode 1998—2007. Mereka menemukan bahwa kualitas laba yang lebih rendah diasosiasikan dengan asimetri informasi yang lebih tinggi yang tercermin dalam komponen *adverse selection* dari biaya perdagangan.

Selanjutnya, Diamond (1985) dan Diamond dan Verrecchia (1991) menyatakan bahwa semakin tinggi kualitas informasi akan menurunkan asimetri informasi diantara partisipan pasar dan pada akhirnya menurunkan biaya modal. Pernyataan ini didukung oleh bukti empiris yang dilakukan oleh Welker (1995) yang menemukan hubungan berlawanan antara kualitas pengungkapan laporan keuangan dan *bid-ask spread*.

Bushman dan Smith (2001) menyatakan bahwa informasi akuntansi keuangan yang berkualitas dapat menjadi mekanisme kontrol bagi manajer untuk mengalokasikan sumber daya pada proyek-proyek yang memang bagus dan menghindari misalokasi ke proyek-proyek yang sebenarnya merugikan, dan pelaporan keuangan dapat menurunkan *information uncertainty* yang pada akhirnya dapat menurunkan biaya modal ekuitas dan biaya modal utang. Li dan Shroff (2010) menyatakan bahwa semakin baik kualitas

informasi akuntansi maka identifikasi dan pemilihan proyek investasi akan lebih akurat sehingga biaya modal perusahaan menjadi rendah dan pada akhirnya mendorong pada pertumbuhan perekonomian yang lebih cepat.

Bhattacharya et al. (2012) menggunakan analisis jalur (*path*) untuk meneliti peran asimetri informasi sebagai variabel pemediasi antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas. Mereka menemukan bahwa hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas lebih penting dibandingkan hubungan tidak langsungnya. Hipotesis yang diuji adalah:

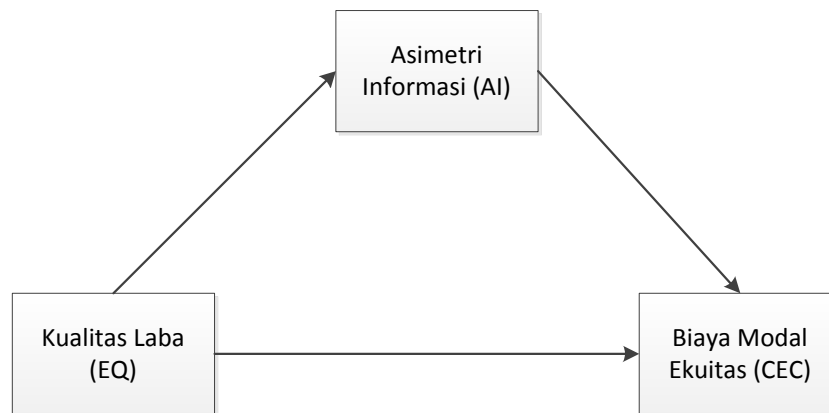
H3: Kualitas laba berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi

H4: Asimetri informasi memediasi hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas

METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:



Gambar

Model Hubungan Kualitas Laba, Asimetri Informasi, dan Biaya Modal Ekuitas

Model dasar untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$CEC_{it} = \alpha + \beta_1 EQ_{it} + \beta_2 AI_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

CEC_{it} adalah biaya modal ekuitas untuk perusahaan i pada waktu t , EQ_{it} adalah kualitas laba untuk perusahaan i pada waktu t yang diukur dengan menggunakan ADA dan SMOOTH (pengukuran ini akan dijelaskan di seksi 3.2.), AI_{it} adalah asimetri informasi untuk perusahaan i pada waktu t , dan ε adalah kesalahan residu. Variabel LEV yang menunjukkan tingkat *financial leverage* perusahaan i pada tahun t dan GROWTH yang merefleksikan tingkat pertumbuhan perusahaan i pada tahun t merupakan dua variabel kontrol yang memengaruhi CEC.

Sampel, Variabel, dan Metode Analisis

Periode penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah tahun 2008-

2010. Meskipun pada tahun 2008 terdapat fenomena krisis global, namun penelitian ini tetap menggunakannya sebagai batas awal periode penelitian karena penelitian pada akhirnya menggunakan data tahunan sebagai dasar menguji hipotesis, sehingga fluktuasi harian yang terjadi pada semester kedua tahun 2008 teragregasi bersama dengan data pada semester pertama tahun 2008.

Penelitian ini menggunakan *purposive sampling* untuk memilih observasi penelitian. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2004. Pemilihan perusahaan manufaktur ini didasarkan pada dugaan bahwa jumlah perusahaan manufaktur yang cukup besar dan memiliki karakteristik laporan keuangan yang relatif homogen.
- 2) Saham perusahaan diperdagangkan secara aktif di pasar modal. Definisi perdagangan aktif yang digunakan dalam penelitian ini

adalah minimal terdapat transaksi perdagangan saham dalam kurun waktu 10 hari dalam satu bulan.

- 3) Perusahaan memiliki tahun fiskal yang berakhir 31 Desember dan konsisten menggunakan mata uang rupiah dalam pelaporan keuangannya selama periode penelitian.

Total perusahaan manufaktur yang digunakan dalam penelitian ini adalah 83 perusahaan per tahun, sehingga total unit analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 208 perusahaan selama 3 tahun. Terdapat tiga variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel eksogen: kualitas laba (*earnings quality*=EQ), variabel endogen yaitu asimetri informasi (AI), dan biaya modal ekuitas (CEC). Penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path*) sebagaimana disarankan oleh Baron dan Kenny (1986) untuk meneliti apakah asimetri informasi memediasi hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas ataukah tidak. Dengan kata lain, penelitian ini meneliti hubungan langsung dan tidak langsung antara asimetri informasi dan biaya modal ekuitas.

Pengukuran Kualitas Laba (EQ)

Kualitas laba diukur dengan menggunakan dua dimensi manajemen laba. Manajemen laba mengimplikasikan rendahnya tingkat akuntabilitas dan kualitas akuntansi. Dua dimensi manajemen laba tersebut adalah *discretionary accrual* dan *perataan laba*.

a) Discretionary Accrual (ADA)

Proksi pertama untuk mengestimasi kualitas laba adalah menggunakan *absolute value of the performance-adjusted discretionary accruals* (ADA) dari model Kothari (2001). Model Kothari mengontrol faktor kinerja perusahaan (ROA) dari model Modified Jones's (1991). Model Modified Jones's (1991) mencoba memperbaiki kelemahan model Jones yang hanya menggunakan perubahan laba dengan menambahkan perubahan piutang untuk mengestimasi *discretionary accrual*. Estimasi tersebut mengasumsikan bahwa semua perubahan

dalam penjualan kredit merupakan manipulasi. ADA menangkap tindakan oportunistik manajemen atas laporan keuangan sehingga mengindikasikan akurasi laporan keuangan atas kinerja operasi saat ini. Semakin tinggi nilai ADA semakin rendah kualitas laba. ADA diperoleh dari nilai absolut residual dari persamaan berikut:

$$TACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta SALE_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{ASSET_{i,t}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSET_{i,t}} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (2)$$

Dimana:

- TACC_{i,t} : Total akrual perusahaan, yaitu laba sebelum pos luar biasa dikurangi arus kas operasi (CFO) dibagi rata-rata total aset pada perusahaan i dan tahun t.
- ASSET_{i,t-1}: Rata-rata total aset perusahaan i pada tahun t-1.
- ASSET_{i,t} : Rata-rata total aset perusahaan i pada tahun t.
- ΔSALE_{i,t} : Perubahan penjualan perusahaan i pada tahun t.
- ΔAR_{i,t} : Perubahan piutang perusahaan i pada tahun t.
- PPE_{i,t} : Nilai dari *property, plant, dan equipment* (aset tetap) perusahaan i pada tahun t.
- ROA_i : *Return on asset* perusahaan i pada tahun t yang dihitung dengan membagi laba bersih perusahaan i pada tahun t dengan total aset perusahaan i pada tahun t.
- ε_{i,t} : Nilai *residual error* penelitian perusahaan i pada periode t yang digunakan sebagai dasar pengukuran tingkat *discretionary accrual* (ADA).

Jadi, model persamaan (2) mengukur kualitas laba berdasarkan tingkat *discretionary accrual* yang ditangkap dalam nilai absolut dari nilai residual (ε_{i,t}).

b) Perataan Laba (SMOOTH)

Proksi kualitas laba yang kedua adalah *perataan laba* (*income smoothing*) yang diukur dengan menandingkan deviasi standar laba bersih dengan deviasi standar arus kas. Hasil dari *perataan laba* ini akan menunjukkan tingkat diskresi manajerial pada laporan keuangan yang bertujuan meningkatkan

efisiensi dan bukan semata-mata tindakan oportunistik dari manajemen. Semakin kecil rasio tersebut menunjukkan laba semakin rata, sehingga dipandang laba semakin *sustainable*. Dengan kata lain, laba yang semakin rata (*smooth*)—ditunjukkan dengan nilai SMOOTH yang rendah—mengindikasikan kualitas laba yang semakin tinggi. Sebaliknya, jika rasio tersebut semakin besar menunjukkan laba semakin fluktuatif, berarti semakin rendah kualitas laba, dan dipandang sebagai keaburan laba (*earnings opacity*). Perataan laba diukur dengan rumus:

$$\text{SMOOTH} = \frac{\sigma(\text{NI} / \text{Asset})_{i,t}}{\sigma(\text{CFO} / \text{Asset})_{i,t}} \dots (3)$$

Dimana:

- $\text{NI}_{i,t}$: Laba bersih sebelum pos luar biasa perusahaan i pada tahun t.
 $\text{CFO}_{i,t}$: Arus kas operasional perusahaan i pada tahun t.
 $\text{Asset}_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada tahun t.
 σ : Deviasi standar dari t-4 hingga t.

Untuk memudahkan interpretasi, maka hasil perhitungan SMOOTH ini dikalikan dengan minus 1 sehingga menunjukkan bahwa semakin besar nilai SMOOTH maka kualitas laba semakin meningkat dan sebaliknya, semakin kecil nilai SMOOTH maka kualitas laba makin menurun.

Pengukuran Asimetri Informasi

Salah satu masalah yang dihadapi ketika mengukur asimetri informasi adalah bahwa tingkat asimetri informasi diantara partisipan pasar tidak dapat diobservasi secara langsung. Pengukuran terhadap asimetri informasi seringkali diproksikan dengan *bid-ask spread*.

Dealer atau *market makers* sebagai salah satu partisipan pasar modal memiliki daya pikir yang terbatas terhadap persepsi masa yang akan datang, dan menghadapi potensi kerugian ketika berhadapan dengan *informed traders*, yaitu investor yang memiliki informasi superior. Timbulnya masalah *adverse selection* ini mendorong *dealer* untuk menutupi kerugian dari *informed traders* dengan melebarkan *bid-ask spread* terhadap pedagang likuid. Jadi dapat dikatakan bahwa asimetri informasi yang

terjadi antara *dealer* dan *informed traders* tercermin pada *bid-ask spread* yang ditetapkan oleh *dealer*.

Model asimetri informasi mengimplikasikan bahwa informasi publik yang mampu menurunkan asimetri informasi diantara pelaku pasar seharusnya diikuti dengan penurunan *spread* yang ditetapkan oleh *dealer*. Model analitis yang dikemukakan oleh Kyle (1985) dan Glosten dan Milgrom (1985) menunjukkan bahwa asimetri informasi akan meningkatkan *adverse selection risk* bagi *liquidity traders* sehingga mereka melebarkan *bid-ask spread*.

Beberapa penelitian empiris telah meneliti keterkaitan informasi akuntansi dan *bid-ask spread*, antara lain Greenstein dan Sami (1994), Krinsky dan Lee (1996), dan Raman dan Tripathy (1993). Secara umum penelitian-penelitian tersebut menemukan bahwa keberadaan informasi akuntansi dapat mengurangi *bid-ask spread*. Langkah awal pengukuran asimetri informasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah menghitung *relative bid-ask spread*:

$$\text{SPREAD}_{i,t} = \frac{(\text{Ask}_{i,t} - \text{Bid}_{i,t})}{\frac{(\text{Ask}_{i,t} + \text{Bid}_{i,t})}{2}} \times 100 \dots (4)$$

Dimana:

- $\text{Ask}_{i,t}$: Harga *ask* tertinggi untuk saham perusahaan i pada hari ke t
 $\text{Bid}_{i,t}$: Harga *bid* terendah untuk saham perusahaan i pada hari ke t

Pada dasarnya, SPREAD memiliki tiga komponen, yaitu biaya pemrosesan pesanan, biaya penyimpanan, dan *adverse selection* (lihat Kyle 1985), sehingga penggunaan SPREAD sebagai proksi asimetri informasi dapat menimbulkan kesalahan pengukuran (*measurement error*). Guna mengatasi kelemahan penggunaan SPREAD, penelitian ini mengontrol biaya pesanan dan biaya penyimpanan persediaan. Riset Stoll (1978) menyatakan bahwa biaya penyimpanan (*inventory holding cost*) dan biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*) dapat diproksikan dengan volume perdagangan, varians return dan harga saham. Oleh karena itu penelitian ini memasukkan volume perdagangan (TRANS), varians return (VAR)

dan harga transaksi (PRICE). Sebagaimana saran Lee et al. (1993) maka penelitian ini juga memasukkan ukuran kedalaman pasar (DEPTH) dalam mengestimasi asimetri informasi. Setelah mengontrol biaya pemrosesan pesanan, biaya penyimpanan dan *market depth*, maka yang tersisa dari persamaan SPREAD adalah *adverse selection* yang dicerminkan oleh kesalahan residual (*residual error*) dari persamaan SPREAD. Jadi, model untuk mengestimasi asimetri informasi adalah sebagai berikut:

$$SPREAD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PRICE_{i,t} + \alpha_2 TRANS_{i,t} + \alpha_3 VAR_{i,t} + \alpha_4 DEPTH_{i,t} + AI_{i,t} \dots (5)$$

Dimana:

- PRICE_{i,t} : Harga penutupan (*closing price*) untuk saham perusahaan i pada hari ke t.
- TRANS_{i,t} : Jumlah (volume) transaksi untuk saham perusahaan i pada hari ke t.
- VAR_{i,t} : Varians return saham harian saham perusahaan i pada hari ke t.
- DEPTH_{i,t} : Rata-rata jumlah saham perusahaan i dalam semua *quotes* untuk saham perusahaan i pada hari ke t (jumlah saham yang tersedia pada saat ask ditambah jumlah yang tersedia pada saat bid dibagi 2).
- AI_{i,t} : *Residual error* yang digunakan sebagai ukuran asimetri informasi untuk perusahaan i pada hari ke t.

Perhitungan asimetri ini dilakukan menggunakan data harian yang selanjutnya dirata-rata menjadi data tahunan.

Pengukuran Biaya Modal Ekuitas (CEC)

Biaya modal ekuitas diestimasi dengan menggunakan pendekatan *capital asset pricing model* (CAPM), yaitu:

$$CEC_{i,t} = R_{ft} + \beta_i (R_{Mt} - R_{ft}) \dots (6)$$

Dimana:

- CEC_{i,t} : Biaya modal ekuitas perusahaan i pada periode t
- R_{ft} : Return bebas risiko yang diprosikan dengan tingkat suku

bunga SBI 1 bulan

- R_{Mt} : Return pasar yang diperoleh dari IHSG pada periode t₁ dikurangi t₀ dibagi dengan IHSG pada periode t₀
- β_i : Risiko sistematis perusahaan i yang diperoleh melalui regresi model pasar dengan periode estimasi selama t—120 hari

Pengukuran Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada Eliwa et al. (2016) yaitu menggunakan tingkat *leverage* perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Tingkat *leverage* perusahaan (LEV) diukur dengan membagi utang jangka panjang dengan aset total perusahaan, sedangkan tingkat pertumbuhan perusahaan (GROWTH) diukur dengan menggunakan rasio nilai buku ekuitas dibagi dengan nilai pasar ekuitas (*market value of equity*). Nilai pasar ekuitas diukur dengan mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada akhir tahun.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Berikut ini disajikan statistik deskriptif atas seluruh sampel untuk setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu ADA dan SMOOTH sebagai proksi kualitas laba, AI sebagai proksi asimetri informasi, dan CEC sebagai proksi biaya modal ekuitas.

Tabel 1 menunjukkan nilai deviasi standar yang melebihi nilai rata-ratanya adalah variabel kualitas laba yang diukur dengan menggunakan perataan laba (SMOOTH). Nilai deviasi standar variabel tersebut diatas nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan bahwa variasi data dari variabel tersebut cukup tinggi. Tingginya deviasi standar mengindikasikan bahwa beberapa data menyimpang dari nilai rata-ratanya dan praktik perataan laba tampak lebih variatif dibandingkan *discretionary accrual* (ADA).

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	Jumlah Observasi	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-Rata	Deviasi Standar
ADA	209	0.0002	0.4985	0.0784	0.0720
SMOOTH	209	-30.040	-0.0226	-1.2222	3.1666
AI	209	1.0348	136.5536	27.0716	22.0995
CEC	209	0.0659	12.8637	6.8112	3.5094
LEV	209	0.0001	1.3158	0.1525	0.1652
GROWTH	209	-16.3069	10.4795	1.7124	1.8075

Berikut ini disajikan nilai rata-rata per tahun untuk setiap variabel untuk mengetahui perkembangan masing-masing variabel.

Tabel 2 memperlihatkan bahwa terjadi tren nilai ADA yang berfluktuasi. Pada tahun 2009 secara rata-rata nilai ADA mengalami penurunan namun meningkat kembali di tahun 2010. Menurunnya *discretionary accrual* pada tahun 2009 menunjukkan bahwa semakin rendah diskresi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dalam rangka memanipulasi angka laba bersih. Deskriptif di Tabel 2

mengindikasikan bahwa kualitas laba perusahaan sampel mengalami gelombang penurunan dan peningkatan. Hal yang sama juga terjadi pada kualitas laba yang diukur dengan perataan laba (SMOOTH). Selama 3 tahun periode penelitian, nilai SMOOTH meningkat pada tahun 2009 dan mengalami penurunan kembali pada tahun 2010. Semakin kecil nilai perataan laba yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur mengindikasikan semakin rendah kualitas laba perusahaan.

Tabel 2
Nilai Rata-Rata Variabel per Tahun: 2008-2010

Variabel	Tahun		
	2008	2009	2010
ADA	0,0822	0,0680	0,0852
SMOOTH	-1,2395	-1,2716	-1,1499
AI	27,6854	26,6444	26,8168
CEC	10,8721	4,7344	4,3302
LEV	0,1714	0,1309	0,1537
GROWTH	1,9678	1,5183	1,2334

Asimetri informasi yang ditunjukkan dengan variabel AI menunjukkan tren penurunan mulai tahun 2008 sampai tahun 2010. Penurunan yang tajam terjadi pada tahun 2010 ketika pasar modal sudah mulai bangkit dari dampak krisis global yang melanda Amerika Serikat pada tahun 2008. Tingginya asimetri informasi pada tahun 2008 tampaknya dikontribusi oleh krisis global yang menyebabkan investor asing banyak yang menarik dananya dari pasar modal.

Perkembangan CEC juga menunjukkan tren menurun mulai tahun 2008 sampai 2010. Penurunan ini mengindikasikan bahwa *required return* yang dituntut oleh investor semakin berkurang. Secara praktis, CEC yang

tinggi pada tahun 2008 disebabkan oleh tingginya tingkat suku bunga SBI pada tahun 2008 yang berada pada kisaran dua digit. Secara rata-rata, tingkat suku bunga SBI 1 bulan pada tahun 2008 adalah 11,82%. Tingginya CEC pada tahun 2008 mengisyaratkan bahwa asimetri informasi yang tinggi mendorong investor untuk menuntut tingkat return yang lebih besar dalam rangka mengantisipasi potensi kerugian yang akan ditanggung ketika berhadapan dengan *informed investor* ketika berinvestasi di aset yang berisiko. Sementara itu, pada tahun 2009 dan 2010 tingkat suku bunga SBI mengalami penurunan yang cukup besar dibandingkan pada tahun 2008.

Sementara itu, perkembangan variabel kontrol tingkat *leverage* (LEV) menunjukkan pola yang berfluktuasi dalam kurun waktu 3 tahun. Di sisi lain, tingkat pertumbuhan perusahaan (GROWTH) justru cenderung menurun selama periode penelitian.

Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Kualitas Laba terhadap Biaya Modal Ekuitas

Guna menguji hipotesis dengan menggunakan *path analysis*, terlebih dahulu ditetapkan pola hubungan yang terjadi diantara variabel endogen dan eksogen. *Path analysis* tidak menentukan arah hubungan kausalitas antara 2 variabel. Oleh karena itu peneliti harus membuat kerangka hipotesis yang kuat guna menentukan arah hubungan kausalitas antar variabel. Artinya, peneliti harus menentukan variabel yang menjadi mediasi dan variabel yang menjadi konsekuennya. Penentuan arah hubungan kausalitas ini ditetapkan melalui teori-teori yang kuat. Keunggulan dari *path analysis* adalah kemampuannya untuk mengidentifikasi pengaruh langsung dan tidak langsung antara variabel endogen dan variabel eksogen.

Pada tahap awal, hasil pengujian menggunakan regresi berganda mengindikasikan adanya pelanggaran terhadap asumsi klasik yaitu autokorelasi. Guna mengatasi hal

tersebut, penelitian ini menggunakan mekanisme transformasi dengan metode Cochran Orcutt. Hasil transformasi tersebut menghasilkan data yang bebas dari autokorelasi dengan tingkat *outlier* yang minim. Selain itu, penelitian ini juga mengeluarkan perusahaan sampel yang memiliki nilai biaya modal ekuitas negatif.

Kualitas Laba Diukur dengan Discretionary Accrual (ADA)

Penelitian ini menggunakan analisis regresi untuk menguji pengaruh langsung dan tidak langsung kualitas laba (EQ) terhadap biaya modal ekuitas (CEC). Dasar pengujian mediasi ini mengacu pada Baron dan Kenny (1986) dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Menguji pengaruh kualitas laba terhadap biaya modal ekuitas (CEC) dengan persamaan estimasi sebagai berikut:

$$CEC_{it} = \alpha + \beta_1 ADA_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \epsilon_{it} \dots (7)$$

Hasil pengujian ini digunakan untuk menentukan pengaruh langsung dari kualitas laba yang diukur dengan menggunakan ADA terhadap biaya modal ekuitas. Hasil pengujian terhadap data sampel disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3
Uji Pengaruh Langsung ADA terhadap CEC

Variabel	<i>Unstandardized Coefficient</i>	<i>Standardized Coefficient</i>	<i>Standard Error</i>	Tingkat Signifikansi
ADA	1,931	0,070	1,922	0,316
LEV	0,000	-0,014	0,001	0,843
GROWTH	-0,063	-0,077	0,058	0,272
R ²	0,012			
Nilai F	0,815			
Nilai Signifikansi F	0,487			

Tabel 3 menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan langsung antara kualitas laba yang diukur dengan menggunakan *discretionary accrual* (ADA) dengan biaya modal ekuitas (CEC). Hal ini ditunjukkan dari tingkat signifikansi variabel ADA yang lebih besar dari derajat kesalahan α sebesar 5%. Hal yang sama juga terjadi pada variabel kontrol. Menurut Baron dan Kenny (1986) jika salah

satu hubungan antara variabel yang utama yang diuji tidak signifikan maka tidak perlu dilakukan pengujian mediasi lebih lanjut. Namun, pendapat tersebut dibantah oleh MacKinnon (2008) yang mengatakan bahwa hubungan langsung antara variabel independen dan variabel dependen tidak harus signifikan secara statistis.

- 2) Menguji pengaruh kualitas laba dan asimetri informasi terhadap biaya modal ekuitas (CEC) dengan persamaan estimasi sebagai berikut:

$$CEC_{it} = \alpha + \beta_1 ADA_{it} + \beta_2 AI_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (8)$$

Hasil pengujian atas persamaan (8) disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4
Uji Pengaruh ADA dan AI terhadap CEC

Variabel	<i>Unstandardized Coefficient</i>	<i>Standardized Coefficient</i>	<i>Standard Error</i>	Tingkat Signifikansi
ADA	1,345	0,049	1,917	0,484
AI	0,014	0,165	0,006	0,018
LEV	0,000	-0,007	0,001	0,921
GROWTH	-0,063	-0,076	0,057	0,271
R ²	0,039			
Nilai F	2,043			
Nilai Signifikansi F	0,090			

Tabel 4 menunjukkan bahwa ketika asimetri informasi (AI) dimasukkan ke dalam model persamaan estimasi biaya modal ekuitas (CEC) maka variabel ADA tetap tidak berpengaruh secara signifikan secara statistis, sedangkan variabel AI berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya modal ekuitas. Hal ini mendukung hipotesis kedua. Variabel kontrol ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya modal ekuitas.

- 3) Menguji pengaruh kualitas laba terhadap asimetri informasi dengan persamaan estimasi sebagai berikut:

$$AI_{it} = \alpha + \beta_1 ADA_{it} + \varepsilon_{it} \dots (9)$$

Persamaan (9) digunakan sebagai salah satu cara untuk menguji besaran pengaruh tidak langsung. Hasil pengujian atas persamaan (9) adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Uji Pengaruh ADA terhadap AI

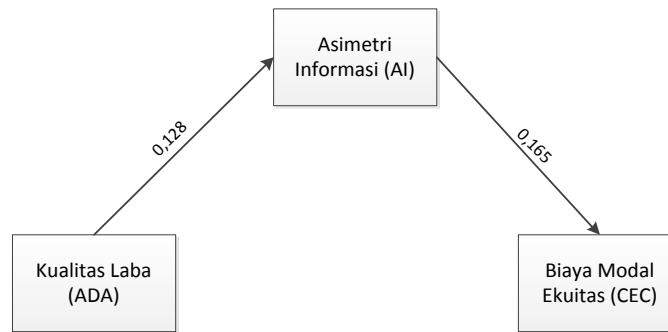
Variabel	<i>Unstandardized Coefficient</i>	<i>Standardized Coefficient</i>	<i>Standard Error</i>	Tingkat Signifikansi
ADA	42,866	0,128	23,184	0,066

Variabel dependen: AI

Tabel 5 menunjukkan bahwa kualitas laba yang diukur dengan menggunakan ADA berpengaruh positif terhadap tingkat asimetri informasi pada tingkat kesalahan 10%. Hal ini mendukung hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kualitas laba berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi. Nilai ADA yang

semakin besar mencerminkan tingkat kualitas laba yang buruk, sehingga koefisien ada bernilai positif menunjukkan bahwa kualitas laba yang memburuk akan meningkatkan asimetri informasi.

Jika digambarkan dalam bentuk bagan sebagai berikut:



Gambar 2

Model Hubungan Kualitas Laba (ADA), Asimetri Informasi, dan Biaya Modal Ekuitas

Berdasarkan gambar 2, bentuk hubungan antara kualitas laba yang diukur dengan menggunakan ADA, asimetri informasi (AI) dan biaya modal ekuitas (CEC) adalah mediasi penuh (*full mediation*). Pola hubungan ini ditunjukkan dengan tidak adanya pengaruh langsung antara variabel kualitas laba yang diukur dengan ADA dengan biaya modal ekuitas (CEC). ADA bisa memengaruhi CEC hanya melalui variabel mediasi yaitu asimetri informasi (AI).

Kualitas Laba Diukur dengan Perataan Laba (SMOOTH)

Langkah-langkah yang digunakan untuk menguji pengaruh asimetri informasi sebagai

pemediasi antara kualitas laba yang diukur dengan perataan laba (SMOOTH) dan biaya modal ekuitas (CEC) sama dengan sebelumnya.

- 1) Menguji pengaruh kualitas laba terhadap biaya modal ekuitas (CEC) dengan persamaan estimasi sebagai berikut:

$$CEC_{it} = \alpha + \beta_1 SMOOTH_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (10)$$

Hasil pengujian atas persamaan (10) disajikan dalam Tabel 6.

Tabel 6

Uji Pengaruh Langsung SMOOTH terhadap CEC

Variabel	Unstandardized Coefficient	Standardized Coefficient	Standard Error	Tingkat Signifikansi
SMOOTH	0,052	0,090	0,041	0,202
LEV	-0,205	-0,019	0,748	0,785
GROWTH	-0,073	-0,089	0,057	0,204
R ²	0,015			
Nilai F	1,027			
Nilai Signifikansi F	0,382			

Tabel 6 menunjukkan hasil yang identik dengan pengujian hubungan kualitas laba yang diukur dengan ADA terhadap biaya modal ekuitas (CEC). Tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan antara kualitas laba yang diukur dengan perataan laba (SMOOTH) dengan biaya modal ekuitas (CEC). Demikian pula dengan variabel kontrol yang tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependennya.

- 2) Menguji pengaruh kualitas laba (SMOOTH) dan asimetri informasi terhadap biaya modal ekuitas (CEC) dengan persamaan estimasi sebagai berikut:

$$CEC_{it} = \alpha + \beta_1 SMOOTH_{it} + \beta_2 AI_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (11)$$

Hasil pengujian atas persamaan (11) dengan menggunakan data sampel disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7
Uji Pengaruh SMOOTH dan AI terhadap CEC

Variabel	<i>Unstandardized Coefficient</i>	<i>Standardized Coefficient</i>	<i>Standard Error</i>	Tingkat Signifikansi
SMOOTH	0,061	0,104	0,041	0,133
AI	0,015	0,180	0,006	0,009
LEV	-0,181	-0,017	0,737	0,806
GROWTH	-0,074	-0,087	0,056	0,206
R ²	0,047			
Nilai F	2,511			
Nilai Signifikansi F	0,043			

Tabel 7 menunjukkan bahwa hanya variabel AI yang signifikan berpengaruh positif terhadap CEC, sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa kontributor perubahan tingkat biaya modal ekuitas utamanya ditentukan oleh tingkat asimetri informasi.

3) Menguji pengaruh kualitas laba terhadap asimetri informasi dengan persamaan estimasi sebagai berikut:

$$AI_{it} = \alpha + \beta_1 SMOOTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (12)$$

Hasil pengujian atas persamaan (12) adalah sebagai berikut:

Tabel 8
Uji Pengaruh ADA terhadap AI

Variabel	<i>Unstandardized Coefficient</i>	<i>Standardized Coefficient</i>	<i>Standard Error</i>	Tingkat Signifikansi
SMOOTH	-0,602	-0,084	0,496	0,227

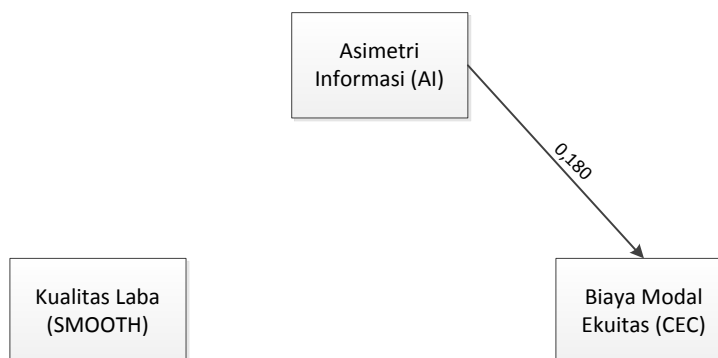
Variabel dependen: AI

Tabel 8 menunjukkan bahwa kualitas laba yang diukur dengan menggunakan SMOOTH tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap biaya modal ekuitas (CEC). Hasil ini berbeda dengan pengujian ketika menggunakan *discretionary accrual* sebagai ukuran kualitas laba.

Mengacu pada Tabel 6, 7, dan 8 maka dapat ditarik simpulan bahwa ketika kualitas laba diukur dengan menggunakan perataan laba, maka tidak ditemukan adanya hubungan

langsung dan tidak langsung. Hasil pengujian menunjukkan bahwa asimetri informasi (AI) berpengaruh positif terhadap biaya modal ekuitas. Hal ini mendukung hipotesis 2 dan tidak berhasil mendukung hipotesis 1, hipotesis 3 dan hipotesis 4.

Jika pola hubungan antara perataan laba (SMOOTH), asimetri informasi (AI) dan biaya modal ekuitas (CEC) digambarkan, maka dapat dibuat dalam bentuk bagan sebagai berikut:



Gambar 3

Model Hubungan Kualitas Laba (SMOOTH), Asimetri Informasi, dan Biaya Modal Ekuitas

Gambar 3 menunjukkan pola hubungan antara kualitas laba yang diukur dengan perataan laba (SMOOTH), asimetri informasi (AI) dan biaya modal ekuitas (CEC). Berdasarkan hasil pengujian tidak ditemukan adanya hubungan mediasi diantara ketiga variabel tersebut. Hubungan yang diyakini kuat adalah pengaruh positif dari asimetri informasi terhadap biaya modal ekuitas (CEC). Semakin tinggi asimetri informasi di antara partisipan pasar maka biaya modalnya juga semakin meningkat. Hal ini sesuai dengan teori penetapan harga aset (*asset pricing*) yaitu bahwa harga suatu sekuritas juga ditentukan oleh tingkat risiko informasi yang timbul karena adanya ketidakpastian atas kualitas dan akurasi informasi yang diterima sehingga menimbulkan asimetri informasi yang makin tinggi.

Berdasarkan hasil analisis jalur (*path analysis*) dapat disimpulkan bahwa ketika kualitas laba diukur dengan menggunakan perataan laba (SMOOTH) maka tidak ditemukan ada pengaruh langsung dan tidak langsung antara kualitas laba dengan biaya modal ekuitas. Jadi, satu-satunya variabel yang memengaruhi biaya modal ekuitas hanyalah asimetri informasi (AI).

Pengujian dengan menggunakan proksi SMOOTH memberikan hasil yang berbeda dari ADA. Penelitian ini menemukan adanya hubungan tidak langsung dari kualitas laba yang diukur dengan ADA pada biaya modal ekuitas, namun ketika menggunakan SMOOTH penelitian ini gagal mengkonfirmasi hubungan langsung dan tidak langsung kualitas laba terhadap CEC. Hal ini mengindikasikan bahwa investor memberikan bobot yang lebih besar pada kualitas akrual dibandingkan perataan laba ketika mengestimasi kualitas laba. Tingginya variasi praktik perataan laba sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1 mungkin juga diasosiasikan dengan hasil studi ini.

Diskusi

Penelitian ini menguji pengaruh langsung dan tidak langsung kualitas laba terhadap biaya modal yang dalam hal ini lebih dispesifikan pada biaya modal ekuitas. Penelitian ini menggunakan 2 pengukuran

kualitas laba, pertama adalah *discretionary accrual* yang digunakan oleh Kothari (2001) dan kedua adalah perataan laba yang diukur dari variabilitas laba dibandingkan dengan variabilitas arus kas dari aktivitas operasi.

Penelitian ini menguji peran dari asimetri informasi sebagai variabel yang memediasi hubungan antara kualitas laba dan biaya modal. Hasil pengujian menunjukkan kondisi yang berbeda berdasarkan proksi kualitas laba yang digunakan. Ketika menggunakan *discretionary accrual* sebagai pengukur kualitas laba, penelitian ini menemukan adanya hubungan tidak langsung dari kualitas laba terhadap biaya modal. Hasil uji hipotesis menemukan bahwa asimetri informasi bertindak sebagai mediator antara kualitas laba dan biaya modal.

Pola hubungan antara kualitas laba yang diukur dengan *discretionary accrual*, asimetri informasi dan biaya modal ekuitas adalah pola hubungan mediasi penuh (*full mediation*). Artinya bahwa kualitas laba tidak bisa langsung memengaruhi biaya modal ekuitas tanpa melalui peningkatan atau penurunan asimetri informasi. Ketika kualitas laba meningkat maka tingkat asimetri informasi di antara partisipan pasar finansial mengalami penurunan karena mereka meyakini kebenaran atau keakuratan dari informasi yang diterima yang pada gilirannya menyebabkan turunnya tingkat return yang diminta (*required return*) oleh investor. Turunnya *required return* yang dituntut oleh investor membawa implikasi pada turunnya biaya modal ekuitas yang ditanggung oleh perusahaan.

Hasil yang berbeda ditemukan ketika menggunakan perataan laba sebagai proksi kualitas laba. Penelitian ini menemukan bahwa perataan laba tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap biaya modal ekuitas. Selain itu, penelitian ini tidak berhasil menunjukkan pengaruh perataan laba terhadap perubahan tingkat asimetri informasi di antara pelaku pasar. Hasil ini bisa jadi dipengaruhi oleh karakteristik perataan laba yang cenderung lebih ambigu dibandingkan dengan *discretionary accrual*. *Discretionary accrual* mencerminkan tingkat diskresi yang dilakukan oleh manajemen dalam memilih

metode dan prinsip akuntansi yang diterapkan dalam satu periode pelaporan keuangan. Di sisi lain, perataan laba bisa merupakan aktivitas yang natural (*natural smoothing*) dan bisa juga merupakan wujud dari diskresi manajemen yang disengaja (*intentional smoothing*) (Eckel 1981).

Lebih lanjut, Tucker dan Zarowin (2006) menemukan bahwa perataan laba mampu meningkatkan keinformativan laba. Hal ini dicerminkan dengan pasar yang lebih merespon pada perusahaan yang melakukan perataan laba. Namun, di sisi lain, perataan laba juga berpotensi memberikan informasi yang menyesatkan kepada investor. Manajer sangat mungkin untuk memanipulasi laba untuk alasan pribadi, misalnya dikaitkan dengan kompensasi manajer (lihat Healy 1985). Leuz et al. (2003) memandang bahwa perataan laba merupakan sarana bagi manajer untuk menyamarkan konsumsi privat mereka. Ambiguitas dari peran perataan laba ini bisa jadi melatarbelakangi ketidakberhasilan penelitian ini dalam menemukan pengaruh perataan laba baik terhadap biaya modal ekuitas maupun terhadap asimetri informasi.

Hasil pengujian dengan menggunakan perataan laba menunjukkan bahwa hanya asimetri informasi yang berpengaruh positif terhadap biaya modal ekuitas. Hal ini mengindikasikan bahwa investor lebih menghargai besarnya asimetri informasi pada saat menentukan *required return* dibandingkan dengan perataan laba.

Investor seringkali mengantisipasi peristiwa di masa mendatang dengan membuat serangkaian estimasi, termasuk estimasi tentang kinerja keuangan perusahaan. Laba yang berfluktuasi menyulitkan bagi investor untuk mengestimasi kinerja keuangan di masa mendatang. Investor tidak dapat memprediksi laba di masa mendatang secara tepat. Hal ini menyebabkan harga saham dari perusahaan *non-smoother* lebih berfluktuasi dibandingkan perusahaan *smoother*. Namun, argumentasi ini tidak didukung oleh beberapa riset empiris di Indonesia. Noviant dan Marsono (2013) tidak menemukan perbedaan reaksi pasar antara perusahaan *income smoother* dan *non-income smoother* pada industri manufaktur di pasar modal Indonesia.

Harnovinsah dan Indriani (2015) juga menemukan hasil yang sama dengan Noviant dan Marsono (2013). Hal ini mengindikasikan bahwa perataan laba tidak memengaruhi biaya modal ekuitas dan bahwa investor lebih mengapresiasi tingkat asimetri informasi ketika menentukan *required return* dibandingkan perataan laba.

Hasil penelitian ini mungkin sensitif terhadap penentuan model estimasi kualitas laba. Mayoritas, penelitian mengenai kualitas laba menggunakan manajemen laba untuk mengukur apakah perusahaan memiliki kualitas informasi yang baik atau tidak. Manajemen laba berhubungan dengan kualitas laba, namun manajemen laba bukanlah kualitas laba itu sendiri.

Secara ringkas, konsisten dengan Bhattacharya et al. (2012), penelitian ini mendokumentasikan bahwa asimetri informasi memediasi hubungan antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi Komalasari dan Baridwan (2001) dan Diamond dan Verrecchia (1991) bahwa asimetri informasi yang semakin tinggi menyebabkan tingginya *required rate of return*.

SIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh langsung dan tidak langsung kualitas laba terhadap biaya modal yang dalam hal ini lebih dispesifikkan pada biaya modal ekuitas. Penelitian ini menggunakan 2 pengukuran kualitas laba, pertama adalah *discretionary accrual* yang digunakan oleh Kothari (2001) dan kedua adalah perataan laba yang diukur dari variabilitas laba dibandingkan dengan variabilitas arus kas dari aktivitas operasi. Asimetri informasi digunakan sebagai variabel pemediasi.

Hasil penelitian ini menemukan adanya hubungan tidak langsung antara kualitas laba dan biaya modal yang dimediasi oleh asimetri informasi. Kualitas laba yang diukur dengan menggunakan *discretionary accrual* tidak memiliki pengaruh langsung terhadap biaya modal ekuitas. Jadi, asimetri informasi memainkan peran penting terhadap besaran

biaya modal karena menjadi mediator dari kualitas laba. Dalam konteks ini ditemukan pola hubungan mediasi penuh (*full mediation*) antara kualitas laba, asimetri informasi dan biaya modal ekuitas. Artinya bahwa kualitas laba hanya mampu memengaruhi biaya modal ekuitas melalui perubahan tingkat asimetri informasi di antara partisipan pasar.

Hasil yang berbeda ditemukan ketika penelitian ini menggunakan perataan laba sebagai pengukur tingkat kualitas laba. Penelitian ini tidak menemukan adanya pengaruh yang signifikan antara perataan laba dengan biaya modal ekuitas, demikian pula dengan pengaruh perataan laba terhadap asimetri informasi. Satu-satunya faktor yang berpengaruh pada biaya modal ekuitas adalah asimetri informasi. Jadi, penelitian ini tidak menemukan pengaruh langsung dan tidak langsung kualitas laba terhadap biaya modal ekuitas manakala perataan laba digunakan sebagai indikator keinformativan laba.

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi memainkan peran penting dalam penentuan biaya modal ekuitas bagi perusahaan yang mengandalkan pasar modal sebagai sarana untuk meningkatkan struktur modal. Peran penting dari asimetri informasi ini dapat ditunjukkan dengan adanya pengaruh positif dari asimetri informasi terhadap biaya modal ekuitas, dan sebagai mediator antara kualitas laba dan biaya modal ekuitas.

Hasil penelitian ini mengimplikasikan bahwa manajer harus memberikan informasi yang lebih berkualitas dan terkini kepada investor dalam rangka menekan asimetri informasi, sehingga diharapkan biaya modal ekuitas perusahaan menurun. Lebih lanjut, regulator (yaitu Otoritas Jasa Keuangan) seharusnya mendorong perusahaan publik untuk meningkatkan kualitas informasi yang diterbitkan untuk investor melalui pengungkapan wajib dan suka rela. Penelitian ini memberikan bukti tambahan bahwa kualitas informasi dan asimetri informasi memiliki pengaruh terhadap biaya modal ekuitas perusahaan. Untuk penelitian selanjutnya, penggunaan proksi kualitas laba yang berbeda diharapkan mampu memperkaya hasil penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Y. and H. Mendelson. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249.
- Bagehot, W. 1971. The Only Game in Town. *Financial Analysts Journal*, 27 (2), 12-22.
- Bardos, K. S. 2011. Quality of Financial Information and Liquidity. *Review of Financial Economics*, 20 (2), 49-62.
- Baron, R. M. and D. A. Kenny. 1986. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51 (6), 1173-1182.
- Bhattacharya, N., D. Hazem, and M. Welker. 2003. The World Price of Earnings Opacity. *Accounting Review*, 78 (3), 641-678.
- Bhattacharya, N., H. Desai, and K. Venkataraman. 2013. Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs. *Contemporary Accounting Research*, 30 (2), 482-516.
- Bhattacharya, N., F. Ecker, P. M. Olsson, and K. Schipper. 2012. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry and the Cost of Equity. *Accounting Review*, 87(2), 449-482.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *Accounting Review*, 72 (3), 323-349.
- Bushman, R. and A. Smith. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3), 237-333.
- Chung, H., H. J. Sheu, and J. L. Wang. 2009. Do Firm's Earnings Management Practices Affect Their Equity Liquidity? *Finance Research Letters*, 6 (3), 152-158.
- Clarkson, P., J. Guedes, and R. Thompson. 1996. On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk. *Journal of Financial*

- and *Quantitative Analysis*, 31 (1), 69-84.
- Coles, J. L., U. Loewenstein, and J. Suay. 1995. On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (3), 347-364.
- Copeland, T. E. and D. Galai. 1983. Information Effects on the Bid-Ask Spread. *Journal of Finance*, 38 (5), 1457-1469.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), 344-401.
- Diamond, D. W. 1985. Optimal Releases of Information by Firms. *Journal of Finance*, 40 (4), 1071-1094.
- Diamond, D. W. and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 46 (4), 1325-359.
- Dutta, S. and A. Nezhobin. 2016. Information Disclosure, Firm Growth, and the Cost of Capital. *Journal of Financial Economics*, 123 (2), 415-431.
- Easley, D. and M. O'Hara. 1987. Price Trade Size and Information in Securities Markets. *Journal of Financial Economics*, 19 (1), 69-90.
- Easley, D. and M. O'Hara. 2004. Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59 (4), 1553-1583.
- Eckel, N. 1981. The Smoothing Hypothesis Revisited. *Abacus*, 17 (1), 28-40.
- Eliwa, Y., J. Haslam, and S. Abraham. 2016. The Association between Earnings Quality and the Cost of Equity Capital: Evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 48, 125-139.
- Fazzari, S., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen. 1988. Financing Constraint and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 (1), 141-195.
- Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79 (4), 967-1010.
- Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2), 295-327.
- Glosten, L. R. and P. R. Milgrom. 1985. Bid-Ask Spreads and Transactions Prices in a Specialist Market. *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100.
- Graham, B. and D. L. Dodd. 2009. *Security Analysis* 6th Edition. McGraw Hill Companies Inc.
- Greenstein, M. and H. Sami. 1994. The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads. *Accounting Review*, 69 (1), 179-199.
- Handa, P. and S. Linn. 1993. Arbitrage Pricing with Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (1), 81-100.
- Harnovinsah and P. Indriani. 2015. The Market Reaction and Income Smoothing (Case Study on Listed Company in LQ 45 Indonesian Stock Exchange). *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (8), 104-112.
- Healy, P. M. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
- Komalasari, P. T. dan Z. Baridwan. 2001. Asimetri Informasi dan Cost of Equity Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 4 (1), 64-81.
- Kothari, S. P. 2001. Capital Market Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 105-231.
- Krinsky, I. and J. Lee. 1996. Earnings Announcements and the Components of the Bid Ask Spread. *Journal of Finance*, 51 (4), 1523-1535.
- Kyle, A. S. 1985. Continuous Auction and Insider Trading. *Econometrica*, 53 (6), 1315-1336.

- Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia. 2011. Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. *Review of Finance*, 16 (1), 1-29.
- Lee, C., B. Mucklow, and M. Ready. 1993. Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis. *Review of Financial Studies*, 6 (2), 345-374.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 69 (3), 505-527.
- Leuz, C. and R. Verrecchia. 2004. *Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality, and the Cost of Capital*. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Li, F. and N. Shroff. 2010. *Financial Reporting Quality and Economic Growth*. Working Paper.
- Lo, K. 2008. Earnings Management and Earnings Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45 (2-3), 350-357.
- MacKinnon, D. P. 2008. *Introduction to Statistical Mediation Analysis*. Mahwah, NJ: Erlbaum.
- Modigliani, F. and M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Mouselli, S., A. Jaafar, and K. Hussainey. 2012. Accruals Quality vis-à-vis Disclosure Quality: Substitutes or Complements? *British Accounting Review*, 44 (1), 36-46.
- Myers, S. C. and N. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Noviant, B. A. dan Marsono. 2013. Analisis Reaksi Pasar dan Risiko Investasi antara Perusahaan Perata Laba dan Bukan Perata Laba (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 9 (2), 226-243.
- Raman, K. and N. Tripathy. 1993. The Effect of Supplemental Reserve-Based Accounting Data on the Market Microstructure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 12 (2), 113-133.
- Riahi-Belkoui, A. 2005. Earnings Opacity, Stock Market Wealth Effect and Economic Growth. *Review of Accounting and Finance*, 4 (1), 72-91.
- Stoll, H. 1978. The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of NASDAQ Stocks. *Journal of Finance*, 33 (4), 1153-1172.
- Tucker, J. W. and P. A. Zarowin. 2006. Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? *Accounting Review*, 81 (1), 251-270.
- Welker, M. 1995. Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 801-882.