

***EQUITY RISK PREMIUM PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA DAN FAKTOR-FAKTOR
YANG MEMPENGARUHINYA***

By
Saiful
Uvi Elin Erliana
(Universitas Bengkulu)

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the impact of tenure, company's size, book to market equity, leverage, beta and earnings quality on company's equity risk premium. Sample was taken based on purposive sampling method from Manufacture companies that listed in Indonesia Stock Exchange in the year 2005 to 2008. The final samples consist of 45 companies.

This study found that book to market equity and leverage positively and significantly influence equity risk premium, while beta negatively and significantly influence equity risk premium. These findings indicate that equity risk premium increase as book to market equity increase, because the highest book to market equity ratio show that companies is not growth, so company's risk will be high. Meanwhile, the highest leverage ratio show that companies have financial distress and its will increase the company's risk. In kontras, higher beta lead to lower equity risk premium, it may be effected by emerging market in Indonesia feature.

Keywords: Capital Asset Pricing Model, Auditor Tenure, Book to Market equity, Leverage, beta, and Equity Risk Premium.

1. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu tempat perpindahan dana, dari mereka yang kelebihan dana ke mereka yang membutuhkannya. Terdapat dua fungsi utama pasar modal, pertama yaitu sebagai sarana pendanaan usaha bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor) dengan tujuan pengembangan usaha, penambahan modal kerja atau yang lainnya, dan fungsi yang kedua yaitu sebagai sarana bagi masyarakat untuk

berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksadana dan yang lainnya dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan (*return*) di masa yang akan datang.

Investasi di dunia pasar modal dipenuhi dengan unsur ketidakpastian atau risiko, karena investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukannya. Investor hanya memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa besar kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan tersebut. Tandelilin (2001) mengemukakan bahwa risiko merupakan kemungkinan *return* sebenarnya (*actual return*) yang berbeda dengan *return* yang diharapkan (*expected return*).

Risiko dalam berinvestasi dapat dipengaruhi oleh faktor ekonomi, politik, pasar, konsumen, intern perusahaan dan lain-lainnya. Faktor-faktor ini akan berdampak pada perubahan risiko (peningkatan atau penurunan risiko) dan *return* yang akan merubah kepercayaan dan respon investor, serta berpengaruh pada perubahan harga saham dan akhirnya akan mempengaruhi *beta* pasar dan *variance return* saham perusahaan tersebut. Tandelilin (2001) menyatakan bahwa terdapat dua jenis risiko dalam investasi yaitu risiko sistematis (*Systematic risk*) dan risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*).

Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi karena risiko ini tergantung pada berbagai faktor seperti perubahan ekonomi dan politik yang mempengaruhi semua perusahaan, sedangkan risiko tidak sistematis adalah risiko yang dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio yang terdiversifikasi dengan baik (Hartono, 2009).

Investor menyadari bahwa kesediaannya untuk menanggung risiko akan menghasilkan konsekuensi berupa *return*. Semakin tinggi risiko yang bersedia diambil oleh investor semakin tinggi *return* yang akan diperolehnya. Jika *return* yang diperoleh investor tidak melebihi *return* yang didapat dari investasi bebas risiko seperti obligasi pemerintah dan bunga bank, maka investor tidak akan bersedia berinvestasi pada saham. Oleh sebab itu,

kesediaan investor menanggung risiko investasi dalam saham harus dibayar dengan tambahan *return* yang akan diperoleh investor dari investasi dalam saham tersebut. Tambahan *return* itu disebut dengan *equity risk premium* (ERP). Tinggi rendahnya ERP dipengaruhi oleh beberapa faktor.

Informasi spesifik keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor intern perusahaan yang penting yang dapat mempengaruhi investor untuk berinvestasi. Informasi ini termasuk dalam faktor risiko yang tidak dapat didiversifikasi (*systematic risk*). Risiko informasi berkaitan dengan kemungkinan informasi spesifik keuangan perusahaan yang dinilai pada kualitas yang lebih rendah dalam keputusan investor. Leuz dan Verrecchia (2005) menemukan bahwa kualitas yang rendah dari informasi keuangan perusahaan akan meningkatkan risiko informasi dan berakibat pada ERP yang semakin tinggi. Tinggi rendahnya kualitas informasi keuangan perusahaan dapat dipengaruhi oleh auditor yang melakukan audit pada perusahaan tersebut. Auditor berperan melaksanakan kredibilitasnya dengan memberi verifikasi independen dari kesiapan laporan keuangan manajer untuk meningkatkan kualitas informasi spesifik keuangan perusahaan dengan menyediakan integritas laporan akuntansi. Ketika kualitas audit merupakan ukuran risiko informasi yang terkait dengan laporan akuntansi keuangan perusahaan, maka semakin tinggi kualitas audit, integritas laporan akuntansi keuangan perusahaan akan semakin tinggi. Dengan demikian risiko informasi perusahaan akan semakin rendah, dan ERP pada perusahaan juga semakin rendah.

Kualitas audit, selama ini dikaitkan dengan auditor yang melakukan audit terhadap laporan keuangan tersebut. Menurut DeAngelo (1981) laporan keuangan yang diaudit perusahaan auditor yang besar (*big four* atau *big five*) akan memiliki kualitas yang lebih baik dibandingkan dengan laporan keuangan yang diaudit perusahaan auditor yang kecil. DeAngelo menyatakan bahwa hal itu disebabkan karena perusahaan auditor yang besar jika

tidak memberikan kualitas audit yang tinggi akan kehilangan reputasinya, dan jika ini terjadi maka dia akan mengalami kerugian yang lebih besar dengan kehilangan klien.

Disamping itu, Febrianto (2008) menyatakan bahwa kualitas audit bisa ditingkatkan jika auditor diganti secara periodik. Tujuannya yaitu untuk mempertahankan independensi auditor dengan memperkecil peluang ketergantungan auditor secara ekonomik pada klien. Sedangkan Boone, Khurana, dan Raman (2008) percaya bahwa hubungan yang panjang bisa menyebabkan auditor memiliki kecenderungan kehilangan independensinya. Maka, semakin panjang masa penugasan audit, akan mengakibatkan ketergantungan auditor pada klien yang menyebabkan auditor kehilangan independensinya, hal tersebut akan mengakibatkan besarnya kemungkinan kualitas laporan informasi keuangan menjadi rendah yang pada akhirnya akan meningkatkan ERP.

Menurut Gebhardt, Lee, dan Swaminathan (2001) terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi ERP. Mereka menjelaskan adanya informasi lebih yang tersedia dan semakin likuid saham pada perusahaan-perusahaan besar menyebabkan risiko informasi perusahaan menjadi semakin rendah, sehingga menyebabkan ERP semakin rendah. Hasil mereka menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara umum memiliki pengaruh positif pada ERP tapi tidak signifikan. Selain itu, Fama dan French (1992) mengkonfirmasi bahwa ukuran perusahaan, rasio *earning price*, rasio *debt to equity*, dan rasio *book to market equity* memiliki daya penjas yang signifikan terhadap rata-rata tingkat return. Saham emiten dengan ukuran perusahaan kecil dan rasio *book to market equity* yang tinggi adalah perusahaan yang memiliki kinerja buruk dan cenderung mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*), biaya modal ekuitas menjadi lebih tinggi yang mengakibatkan ERP ikut meningkat, dan investor akan mengajukan kompensasi premi risiko untuk alasan ini.

Bhandari (1988) dalam penelitiannya menyatakan bahwa rasio *leverage* memiliki hubungan yang positif terhadap tingkat return saham yang diharapkan. Karena peningkatan

utang biasanya diikuti dengan peningkatan modal kerja dalam perusahaan, hal tersebut akan menyebabkan biaya modal meningkat dan akhirnya meningkatkan ERP. Disebutkan pula dalam Fama dan French (1992) bahwa pengaruh antara beta dengan rata-rata tingkat return menghilang selama beberapa tahun belakangan (1963-1990) pada saham di *New York Stock Exchange* (NYSE). Hasil mereka menemukan bahwa beta memiliki pengaruh yang lemah terhadap rata-rata tingkat return. Namun Boone, *et al.* (2008) mengatakan bahwa dalam konteks *Capital asset pricing model* (CAPM) beta merupakan risiko sistematis yang berpengaruh secara positif terhadap ERP. Selain itu, penelitian Francis, LaFond, dan Olsson (2004) menyatakan bahwa tinggi rendahnya kualitas laba akan terlihat pada ERP. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa semakin tinggi kualitas laba, ERP akan semakin rendah.

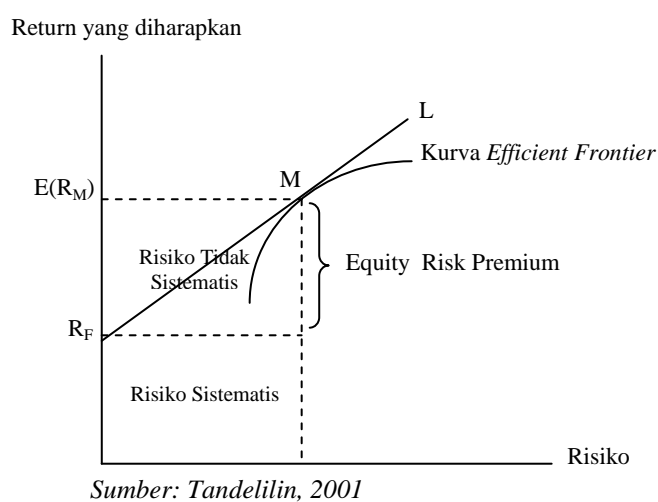
Penelitian bertujuan menguji pengaruh masa penugasan auditor, ukuran perusahaan, rasio *book to market equity*, *leverage*, beta, dan kualitas laba terhadap *Equity Risk Premium*.

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *Capital Asset Pricing Model*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) pertama kali dikenalkan oleh Sharpe, Lintner dan Mossin pada pertengahan tahun 1960-an. CAPM merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat return yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang (Tandelilin, 2001). Dalam kondisi pasar yang seimbang, investor tidak akan bisa memperoleh return *abnormal* (return ekstra) dari tingkat harga yang terbentuk. Oleh karena itu, kondisi tersebut akan mendorong semua investor untuk memilih portofolio pasar, yang terdiri dari semua aset berisiko yang ada. Portofolio pasar tersebut akan berada pada garis permukaan efisien (*efficient frontier*), seperti terlihat pada gambar di bawah ini.

Gambar 2.1
Portofolio yang Efisien



Sumber: Tandelilin, 2001

Titik M merupakan titik persinggungan antara garis yang ditarik dari titik R_F (tingkat return bebas risiko) dengan titik L dan membentuk kurva *efficient frontier* yang terdiri dari aset-aset berisiko. Portofolio yang berada di titik M disebut dengan portofolio pasar yaitu portofolio yang terdiri dari semua aset berisiko yang telah terdiversifikasi dengan baik (Tandelilin, 2001). Dengan demikian, risiko portofolio pasar hanya akan terdiri dari risiko sistematis saja, yaitu risiko yang tidak bisa hilang oleh diversifikasi. Dalam mengembangkan teori portofolio, Markowitz dalam Tandelilin (2001) menyatakan bahwa risiko dapat dibagi menjadi dua jenis risiko umum, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Bagian risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut sebagai risiko tidak sistematis atau risiko unik, risiko tidak sistematis merupakan sebagian dari perubahan perusahaan yang dapat didiversifikasi. Risiko ini merupakan risiko yang unik bagi perusahaan seperti, pemogokan kerja, tuntutan hukum atau bencana alam. Sedangkan Risiko yang tidak bisa dihilangkan

dengan diversifikasi disebut dengan risiko sistematis, merupakan risiko yang terkait dengan faktor-faktor ekonomi makro yang bisa mempengaruhi semua sekuritas yang ada.

Pada gambar 2.1 di atas, garis L yang memotong sumbu vertikal pada titik R_F disebut dengan *capital market line* (CML). Selisih antara tingkat return yang diharapkan pada portofolio pasar ($E(R_M)$) dengan tingkat return bebas risiko (R_F) merupakan tingkat return *abnormal* (ekstra) yang bisa diperoleh investor, sebagai kompensasi atas risiko pasar (M) yang harus ditanggungnya. Selisih return pasar dan return bebas risiko ini di sebut juga dengan premi risiko portofolio pasar atau premi risiko ekuitas (*Equity Risk Premium*) (Tandelilin, 2001).

Equity Risk Premium (ERP) didefinisikan sebagai perbedaan antara return yang diharapkan pada saham biasa dan return pada sekuritas pemerintah (Martin dan Lillo, 2003). Sedangkan menurut Anin dan Falaschetti (1998) mendefinisikan ERP sebagai imbalan yang diinginkan investor untuk menghasilkan pendapatan tidak tetap sehubungan dengan saham ekuitas miliknya. ERP diukur sebagai return yang diharapkan pemegang saham melebihi rata-rata aset bebas risiko.

ERP sering diuraikan sebagai nilai yang paling penting dalam keuangan dan investasi, misalnya, dalam keputusan alokasi aset dari portofolio manajer, keputusan bagaimana membagi investasi keuangan antara saham dan sekuritas pendapatan tetap yang dipengaruhi ERP dan karakteristik risiko mereka yang berbeda. Dalam keputusan penganggaran modal di tingkat perusahaan, ERP merupakan masukan dalam biaya modal, tingkat diskonto yang digunakan untuk menghitung *net present value* investasi. ERP juga merupakan masukan yang penting dalam menghitung biaya modal yang memiliki peran untuk menentukan harga maksimum barang dan jasa dari utilitas pemerintah (Martin dan Lillo, 2003).

ERP mencerminkan harga dari risiko yang diambil, merupakan komponen utama atas return yang diharapkan yang dituntut pada investasi berisiko. Return yang diharapkan ini

merupakan faktor penentu dari biaya ekuitas dan biaya modal, input yang penting dalam analisis keuangan dan penilaian perusahaan (Demodaran, 2009). ERP seperti yang digunakan dalam tingkat diskonto dan analisis biaya modal merupakan konsep yang memandang ke masa depan. Karena itu, ERP yang digunakan pada tingkat diskonto harus mencerminkan apa yang dipikirkan para investor tentang premi risiko di masa depan.

Terdapat dua cara umum untuk memperkirakan ERP, pertama menggunakan data historis dan yang lain menggunakan perkiraan atau proyeksi pasar. Dengan menggunakan data historis, asumsinya adalah bahwa apa yang terjadi di masa lalu menggambarkan apa yang mungkin terjadi di masa depan. Dengan menggunakan proyeksi pasar, asumsinya adalah bahwa untuk memproyeksikan ERP dapat dilakukan melalui survey atau beberapa model proyeksi lain. Kebanyakan model ERP menggunakan data historis dan mengasumsikan bahwa beberapa periode masa lalu menyediakan indikasi terbaik dari apa yang akan terjadi di masa depan. Jadi, model ERP yang menggunakan proyeksi masa depan sebagai dasar tidak berfungsi dengan baik (Anin dan Falaschetti, 1998).

Anin dan Falaschetti (1998) menggunakan CAPM dalam menghitung ERP. Mereka menyatakan bahwa return yang diharapkan terdiri dari dua komponen utama, yaitu, tingkat return bebas risiko dan premi risiko yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

R_i = tingkat return aset bebas risiko + premi risiko

$$R_i = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f]$$

Keterangan:

R_i = tingkat return yang diharapkan

β_i = beta saham

R_f = tingkat return aset bebas risiko

$E(R_M)$ = tingkat return pasar yang diharapkan

Sehingga dapat diperoleh persamaan baru yang akan digunakan, yaitu:

$$R_i - R_f = \beta_i [Equity Risk Premium]$$

$$\text{Equity Risk Premium} = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

Masalah utama pada rumus adalah bahwa rumus tersebut mengasumsikan integritas yang sempurna di pasar modal dan asumsi tersebut tidak realistis di pasar yang sedang berkembang (Martin dan Lillo, 2003). Penelitian Erb, Harvey dan Viskanta (1995) membuktikan hal tersebut, hasil penelitiannya menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara rata-rata return dan beta pada pasar yang sedang berkembang. Hasil tersebut diperkuat oleh Bekaert, Erb, Harvey dan Viskanta (1997) yang meneliti determinansi *cross-sectional* return ekuitas pada pasar yang sedang berkembang, hasil penelitian mereka menemukan bahwa CAPM gagal dalam menjelaskan return pada pasar yang sedang berkembang.

Selain CAPM terdapat *Fama French Three Faktor Model* yang merupakan perluasan dari CAPM. Persamaan regresi untuk mengestimasi biaya modal menggunakan *Fama French Three Faktor Model* dapat ditulis sebagai berikut (Anin dan Falaschetti, 1998):

$$R_i - R_f = \beta_i(R_m - R_f) + (s_i \times SMB) + (h_i \times HML)$$

Keterangan:

$R_i - R_f$ = Premi risiko perusahaan i

β_i, s_i, h_i = Koefisien regresi perusahaan i

$R_M - R_f$ = *Equity Risk Premium* yang diharapkan

SMB = Faktor risiko ukuran perusahaan. Return yang diharapkan pada portofolio saham kecil dikurangi return yang diharapkan pada portofolio saham besar

HML = Faktor kesulitan keuangan, diukur dengan nilai buku ekuitas dibagi harga pasar ekuitas. Return yang diharapkan pada portofolio saham tinggi dikurangi return yang diharapkan pada portofolio saham rendah.

ERP adalah satu dari tiga komponen dalam *Fama French Three Faktor Model*. Terdapat tiga faktor didalamnya, yaitu faktor ukuran perusahaan, faktor kesulitan keuangan, dan faktor risiko pasar (*ERP*). Kelemahan dalam model ini yaitu tidak diperkenankan untuk

menghitung rata-rata return pada β perusahaan dalam periode pendek (Anin dan Falaschetti, 1998).

Boone, *et al.* (2008) menunjukkan pendekatan alternatif untuk menghitung *ERP* berdasarkan Model Ohlson & Juettner-Nauroth (2000), seperti yang digunakan oleh Easton (2004). Pada dasarnya, Easton memakai kerangka kerja Ohlson dan Juettner-Nauroth (terutama pada persamaan 1):

$$P_t = \frac{EPS_{t+1}}{R} + \frac{EPS_{t+1} \left(\frac{EPS_{t+2} - EPS_{t+1}}{EPS_{t+1}} + \frac{RDPS_{t+1}}{EPS_{t+1}} - R \right)}{R((1+R) - \gamma)}$$

Namun, Easton menggunakan asumsi tambahan bahwa $\gamma=1$ (tidak terdapat pertumbuhan abnormal dalam laba diluar periode pengamatan). Akibatnya dapat ditulis dalam persamaan 2,

$$P_t = [EPS_{t+2} + RDPS_{t+2} - EPS_{t+1}] / R^2$$

Dengan menggunakan persamaan 2, R diturunkan sehingga terpecah menjadi persamaan 3 berikut,

$$R^2 - R(DPS_{t+1} / P_t) - (EPS_{t+2} - EPS_{t+1}) / P_t = 0$$

Keterangan:

P_t = harga saham saat ini

EPS_{t+1} = perkiraan *EPS* 1 tahun yang akan datang

EPS_{t+2} = perkiraan *EPS* 2 tahun yang akan datang

DPS_{t+1} = perkiraan *DPS* 1 tahun yang akan datang

R (pada persamaan 1) = *equity risk premium* yang terealisasi berdasarkan OJ

R (pada persamaan 2) = *equity risk premium* (R_{PEG}) berdasarkan Easton.

Persamaan 3 mengasumsikan bahwa laba abnormal akan selalu ada dan akan mengalami perubahan positif dalam perkiraan laba. Nilai R , $EPS_{t+2} > EPS_{t+1} > 0$, sehingga pemecahan dalam perkiraan akan memiliki tanda positif (Easton, 2004).

Easton menyatakan bahwa pendekatannya memperhitungkan perbedaan dalam pertumbuhan laba jangka pendek. Lebih lanjut dia membahas dan mengevaluasi metodologi pertumbuhan laba-harga (*PEG*) dan menunjukkan bahwa peneliti yang membutuhkan perkiraan *ERP* pada perusahaan bergantung pada pendekatannya.

Penelitian ini menggunakan pendekatan Easton untuk memperkirakan ERP, karena berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa rumus CAPM tidak dapat digunakan karena pasar Indonesia yang tergolong sedang berkembang, sedangkan *Fama French Three Faktor Model* juga tidak dapat digunakan dalam penelitian ini karena periode penelitian yang hanya satu tahun sedangkan model tersebut tidak diperkenankan untuk digunakan pada β perusahaan dalam periode pendek.

2.2 Masa Penugasan Auditor (*Auditor tenure*) dan *Equity Risk Premium*

Masa penugasan auditor diartikan sebagai periode keterikatan antara auditor dengan klien, yaitu lamanya auditor mengaudit pada perusahaan klien. Dutton, Dukerich, dan Harquail (1994) menyatakan bahwa semakin lama seseorang berada dalam organisasi atau perusahaan maka dia akan semakin menjadi bagian dalam perusahaan atau organisasi tersebut untuk kategorisasi pribadi.

Akademisi dan profesi audit berdebat tentang apakah auditor harus diganti setelah beberapa lama memberikan jasa audit kepada suatu perusahaan. Kasus Enron/Arthur Andersen diyakini berawal dari panjangnya hubungan antara auditor dengan perusahaan yang diaudit. Sejak Enron berdiri, selama 16 tahun Arthur Andersen telah menjadi auditor bagi Enron. Sepanjang masa itu mereka tidak hanya memberikan jasa audit umum, namun juga memberikan jasa non-audit. Hubungan Enron/Arthur Andersen ini kemudian terbukti membuat auditor Arthur Andersen menjadi tidak independen. Arthur Andersen diyakini membiarkan Enron memilih metoda akuntansi yang ekstrem karena kehilangan independensi mereka - sesuai dengan prediksi teori (Kusmayadi, 2009)

Boone, *et al.* (2008) percaya bahwa hubungan yang panjang bisa menyebabkan auditor memiliki kecenderungan kehilangan independensinya. Auditor yang memiliki hubungan yang lama dengan perusahaan yang diaudit diyakini akan membawa konsekuensi ketergantungan tinggi atau ikatan ekonomik auditor yang kuat terhadap perusahaan. Semakin tinggi keterikatan auditor secara ekonomik dengan perusahaan, makin tinggi kemungkinan auditor membiarkan perusahaan untuk memilih metoda akuntansi yang ekstrem.

Di sisi lain, argumen sebaliknya. Febrianto (2008) menyatakan bahwa ketika auditor pertama kali mengaudit perusahaan, yang pertama kali harus mereka lakukan adalah memahami lingkungan bisnis perusahaan dan risiko audit perusahaan. Bagi auditor yang sama-sekali buta dengan kedua masalah itu, biaya *start-up* akan menjadi tinggi sehingga bisa menaikkan *fee* audit. Yang kedua, penugasan pertama terbukti memiliki kemungkinan kekeliruan yang tinggi. Litigasi terhadap auditor umumnya terjadi pada tiga tahun pertama tugas pengauditan dan menunjukkan tren penurunan setelah masa penugasan auditor diperpanjang. Risiko litigasi terhadap auditor besar lebih tinggi dibandingkan dengan risiko pada auditor kecil, salah satunya karena kekayaan auditor besar tersebut. Pendukung yang lain berpendapat bahwa hubungan yang panjang antara auditor dengan perusahaan akan membuat auditor menjadi ahli dan sangat paham terhadap bisnis perusahaan yang diaudit tersebut. Sehingga, para auditor lebih awas terhadap perilaku manajemen yang ekstrem dan paham dengan pilihan-pilihan akuntansi yang ada di dalam bisnis itu. Artinya, mereka tidak menyetujui bahwa perilaku Arthur Andersen akan juga menjadi perilaku auditor yang lain.

Auditor bisa mengundurkan diri secara sukarela dari penugasan karena berbagai alasan. Salah satunya adalah untuk menghindari risiko litigasi yang melekat pada perusahaan yang mereka audit. Auditor akan dengan sukarela mengundurkan diri dari perusahaan jika perusahaan memaksakan pilihan metoda akuntansi yang mereka sukai namun ditentang oleh

auditor. Auditor yang mengundurkan diri karena alasan ini dianggap memiliki kebijakan yang konservatif.

Sementara itu, di lain sisi, perusahaan mengganti auditor mereka juga dengan berbagai alasan. Salah satunya adalah karena ingin mendapatkan auditor yang lebih efisien dan memiliki keahlian sesuai dengan bidang industri perusahaan. Tidak jarang auditor dipilih karena perusahaan tidak memiliki pandangan yang sama dengan auditor pendahulu tentang metoda akuntansi mana yang sesuai dan mana yang tidak melanggar GAAP (Febrianto, 2008).

Riset tentang kualitas audit ketika auditor memiliki hubungan jangka panjang dengan perusahaan yang mereka audit menunjukkan bahwa masa penugasan yang panjang ternyata tidak menurunkan kualitas audit (Myers *et al.* [2003] dalam Boone, *et al.* [2008]). Riset tersebut ditujukan untuk menolak pendapat bahwa auditor bisa kehilangan independensinya sejalan dengan makin panjangnya masa penugasan mereka kepada satu perusahaan. Namun, mereka tidak mendukung ide bahwa perpanjangan masa tugas auditor akan menaikkan kualitas audit.

Dengan kata lain, kualitas audit (dan integritas laporan akuntansi keuangan perusahaan) dapat saja menurun selama masa penugasan yang panjang sebagai hasil dari ancaman terhadap independensi dan objektivitas auditor yang ditunjukkan oleh kedekatan hubungan auditor dan perusahaan yang berkembang selama periode yang diperpanjang. Dengan demikian, walaupun argumen akademisi memprediksi kualitas audit itu akan berubah hanya dalam satu arah (misalnya, meningkat) dengan masa penugasannya, kedekatan hubungan antara auditor dan perusahaan menunjukkan bahwa kualitas audit dapat menurun hingga titik tertentu masa penugasan auditor karena independensi dan objektivitasnya. Secara kolektif, argumen teoritis ini menunjukkan bahwa hubungan antara masa penugasan auditor dan integritas laporan akuntansi perusahaan diperkirakan menjadi non linier.

Perdebatan isu penggantian auditor ini sebenarnya berawal dari ide bahwa auditor harus mempertahankan independensi dalam penugasan. Di satu sisi, wajar jika independensi auditor diragukan jika ia memiliki masa penugasan yang makin panjang pada satu perusahaan. Walaupun ia bertugas atas nama pemegang saham, bagaimanapun juga auditor dipilih dan digaji oleh manajemen perusahaan. Ketika hubungan tersebut makin panjang, maka dependensi finansial auditor terhadap perusahaan akan makin besar juga. Semakin tinggi dependensi finansial ini, maka dikhawatirkan independensi auditor akan makin turun. Logika ini yang mendorong regulator untuk melarang auditor memiliki hubungan yang panjang dengan perusahaan.

Sebaliknya, penggantian auditor yang dilakukan secara wajib dilakukan bukan karena alasan ketidaksepakatan praktik seperti pada lingkungan penggantian secara sukarela di atas. Penggantian auditor secara wajib semata-mata dilakukan atas dasar peraturan. Salah satu negara di dunia yang memberlakukan peraturan ini adalah Indonesia. Aturan pergantian wajib ini diberlakukan sejak tahun 2003.

Hasil penelitian Boone, *et al.* (2008) menunjukkan bahwa masa penugasan auditor bertanda negatif secara signifikan, menandakan bahwa apabila masa penugasan auditor bertambah maka *equity risk premium* akan menurun. Hasil mereka konsisten dengan persepsi investor dan pandangan para akademisi yang menyatakan bahwa semakin lama masa penugasan seorang auditor, akan semakin tinggi integritas laporan akuntansi perusahaan, dan semakin rendah risiko informasinya yang menyebabkan *equity risk premium* menurun. Diaz (2009) yang menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman penggantian kantor akuntan puzblik menemukan bahwa perusahaan yang melakukan penggantian auditor mengalami abnormal return yang negatif. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1 : Masa penugasan auditor berpengaruh negatif terhadap Equity Risk Premium.

2.3 Ukuran Perusahaan dan *Equity Risk Premium*

Besar ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Semakin besar aktiva maka semakin banyak modal yang ditanam, semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar pula perusahaan di kenal dalam masyarakat. Dari ketiga variabel ini, nilai aktiva relatif lebih stabil dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar dan penjualan dalam mengukur ukuran perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan *log natural* dari total asset.

Gebhardt, *et al.* (2001) menunjukkan bahwa terdapat lebih banyak informasi-informasi publik tentang perusahaan yang lebih besar dan saham-saham mereka yang lebih likuid. Semakin banyak informasi tersedia tentang perusahaan dan lebih likuid saham, semakin rendah resiko yang dirasakan dalam perusahaan, maka semakin rendah *equity risk premium* yang terealisasi. Hasil ini memperkuat pernyataan Banz (1981) bahwa terdapat pengaruh secara negatif antara ukuran perusahaan dan rata-rata return. Oleh karena itu, variabel ini diperkirakan memiliki tanda negatif. Konsisten juga dengan hasil Boone, *et al.* (2008) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *equity risk premium*. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis kedua yang diajukan adalah:

H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap Equity Risk Premium.

2.4 Rasio *Book to Market Equity* dan *Equity Risk Premium*

Rasio *book to market equity* merupakan rasio yang digunakan untuk mencari nilai perusahaan dengan membandingkan nilai buku perusahaan terhadap nilai pasarnya. Nilai buku dihitung dengan melihat pada biaya historis perusahaan atau nilai akuntansinya, sedangkan nilai pasar tercermin pada harga saham perusahaan. Gebhardt, *et al.* (2001) menyatakan bahwa Rasio *book to market equity* merupakan variabel yang paling penting dalam menjelaskan nilai perusahaan. Pasar secara konsisten mensyaratkan tingkat diskon yang lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki rasio *book to market equity* yang tinggi.

Selain itu, Fama dan French (1992) menafsirkan Rasio *book to market equity* sebagai faktor risiko ekuitas, yaitu, semakin tinggi rasio *book to market equity*, maka semakin tinggi risiko ekuitas. Oleh karena itu, variable ini diperkirakan memiliki tanda positif. Sesuai dengan hasil Boone, *et al.* (2008) yang menyatakan bahwa *book to market equity* berpengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium*. Berdasarkan hasil penelitian di atas maka hipotesis ketiga yang diajukan adalah:

H3 : Rasio book to market equity berpengaruh positif terhadap Equity Risk Premium.

2.5 Leverage dan Equity Risk Premium

Rasio *Leverage* merupakan perbandingan antara total utang terhadap total aset perusahaan. Rasio ini menghitung seberapa jauh dana di sediakan oleh kreditur. Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan *leverage* keuangan (*financial leverage*) yang tinggi. Penggunaan *financial leverage* yang tinggi akan meningkatkan rentabilitas modal saham dengan cepat, tetapi sebaliknya apabila penjualan menurun, rentabilitas modal saham akan menurun dengan cepat juga. Risiko perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi akan semakin tinggi pula (Hanafi dan Halim, 2000). Bhandari (1988) menyatakan bahwa *leverage* memiliki hubungan yang positif terhadap tingkat return yang diharapkan. Hasil temuannya menyatakan bahwa saham dengan nilai rasio *leverage* yang tinggi memiliki tingkat return

yang relatif tinggi terhadap beta pasarnya. Rasio *leverage* yang tinggi merupakan sinyal untuk membedakan perusahaan yang baik dan yang buruk, karena hanya perusahaan yang sehat dan kuat yang dapat berutang dengan menanggung risiko. Tingginya tingkat *leverage* akan meningkatkan kemungkinan kepailitan (kebangkrutan) dan selanjutnya akan meningkatkan risiko perusahaan, sesuai dengan pernyataan Baxter (1967) dalam Fama dan French (1992) bahwa penambahan utang hingga titik tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, tapi ketika melewati titik optimal, penambahan utang akan menimbulkan kepailitan sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Selain itu, Gebhardt, *et al.* (2001) menyatakan bahwa tingkat yang lebih tinggi dari *leverage* keuangan diperkirakan dapat meningkatkan risiko yang dirasakan dan meningkatkan *equity risk premium* perusahaan. Konsisten dengan Boone *et al.* (2008) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium*. Berdasarkan hasil-hasil temuan diatas maka hipotesis keempat yang diajukan adalah:

H4 : Leverage berpengaruh positif terhadap Equity Risk Premium.

2.6 Beta dan *Equity Risk Premium*

CAPM mengasumsikan bahwa terdapat hubungan linear antara *ERP* dalam suatu aset dengan risiko sistematisnya atau beta. Berdasarkan CAPM, variasi tingkat return saham yang diharapkan akan terjadi dapat dijelaskan oleh beta (Pasaribu, 2009).

Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar (Jogiyanto, 2000). Beta saham digunakan untuk mengetahui seberapa besar risiko yang ada dalam suatu saham. Nilai beta menggambarkan volatilitas return sekuritas terhadap return pasar. Biasanya, beta suatu saham cenderung mendekati satu. Saham dengan beta lebih besar dari satu merupakan saham yang sangat peka terhadap perubahan pasar, saham semacam ini disebut sebagai saham agresif, fluktuasi return saham lebih besar dibandingkan dengan fluktuasi return pasar. Sebaliknya jika beta lebih kecil dari

satu maka saham tidak peka terhadap perubahan pasar, disebut dengan saham defensif, fluktuasi return saham lebih kecil dari fluktuasi return pasar (Hanafi dan Halim, 2000).

Dalam model keseimbangan CAPM, nilai beta sangat mempengaruhi tingkat return yang diharapkan, semakin tinggi nilai beta dan return pasar maka akan semakin tinggi return yang disyaratkan oleh investor. Akibatnya, beta diperkirakan berkorelasi positif terhadap tingkat return yang diharapkan. Boone, *et al.* (2008) menemukan bahwa *beta* berpengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium*. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis kelima adalah:

H5 : Beta berpengaruh positif terhadap Equity Risk Premium.

2.7 Kualitas Laba dan *Equity Risk Premium*

Kualitas laba dapat diindikasikan sebagai kemampuan informasi laba memberikan respon kepada pasar. Dengan kata lain, laba yang dilaporkan memiliki kekuatan respon. Kuatnya reaksi pasar terhadap informasi laba menunjukkan laba yang dilaporkan berkualitas. Kualitas laba diukur dari nilai *discretionary accrual* (DACC). Dalam menghitung DACC, digunakan Jones Model (1991) yang telah dimodifikasi oleh Dechow dan Dichev (2002) dalam Boone, *et al.* (2008). Model perhitungannya sebagai berikut:

$$TACC_{it} = EBXT_{it} - OCF_{it}$$

$$\frac{TACC_{it}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

$$NDACC_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

$$DACC_{it} = \frac{TACC_{it}}{TA_{i,t-1}} - NDACC_{it}$$

Keterangan,

$DACC_{it}$: *Discretionary accruals* perusahaan i periode t

$TACC_{it}$: *Total accruals* perusahaan i periode t

- $EBXT_{it}$: Laba sebelum item luar biasa perusahaan i periode t
 OCF_{it} : Arus kas operasi perusahaan i periode t
 $TA_{i,t-1}$: Total aset perusahaan i periode t – 1
 ΔREV_{it} : Perubahan Pendapatan perusahaan i periode t
 ΔREC_{it} : Perubahan Piutang perusahaan i periode t
 PPE_{it} : Nilai aktiva tetap perusahaan i periode t
 $NDACC_{it}$: *Nondiscretionary accruals* perusahaan i periode t

Perusahaan dengan akrual yang tinggi menunjukkan laba perusahaan berkualitas rendah, demikian juga sebaliknya.

Francis, LaFond, Olsson, dan Schipper (2004) meneliti hubungan antara kualitas laba dan *equity risk premium* menunjukkan bahwa semakin tinggi kualitas laba perusahaan, maka semakin rendah *equity risk premium* perusahaan tersebut. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa penurunan kualitas laba mempunyai peran meningkatkan *equity risk premium*. Selain itu Leuz dan Verrecchia (2005) menyatakan bahwa kualitas yang tinggi akan meningkatkan aliran kas dan menurunkan biaya modal. Hal tersebut akan menurunkan *equity risk premium* perusahaan. Konsisten juga dengan hasil Boone, *et al.* (2008) yang menyatakan bahwa semakin tinggi akrual menunjukkan laba perusahaan berkualitas rendah sehingga akan menurunkan *equity risk premium* perusahaan. Berdasarkan hasil-hasil penelitian tersebut maka hipotesis keenam yang diajukan adalah:

H6 : kualitas laba berpengaruh negatif terhadap Equity Risk Premium.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Pemilihan Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan pada tahun 2006, sedangkan

data yang diperlukan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2008.

Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling dengan kriteria yang digunakan adalah:*

1. Perusahaan tidak mengalami kerugian pada tahun pertama dan tahun kedua setelah periode pengamatan, sesuai dengan syarat perhitungan ERP dengan pendekatan Easton (2004) bahwa nilai $EPS_{t+2} > EPS_{t+1} > 0$;
2. Ekuitas perusahaan tahun 2006 bernilai positif. Point ini didasarkan pada anggapan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki ekuitas negatif telah terkena dampak dari peristiwa ekonomi yang bersifat temporer (Hermeindito, 2008). Maka dapat disimpulkan apabila peristiwa tersebut tidak terjadi maka ekuitas tidak bernilai negatif, hal ini akan berdampak pada penilaian investor terhadap kinerja perusahaan secara umum, sehingga diperkirakan bahwa kondisi tersebut tidak baik dalam memprediksi ERP pada perusahaan.
3. Beta perusahaan tahun 2006 bernilai positif. Point ini didasarkan pada pernyataan Hanafi dan Halim (2000) bahwa secara teoritis apabila beta suatu saham adalah negatif, return yang disyaratkan untuk saham tersebut akan lebih kecil dari return bebas risiko. Maka dapat disimpulkan bahwa beta negatif tidak dapat mengidentifikasi besar kecilnya ERP pada perusahaan.
4. Perusahaan tidak *delisting* selama periode 2006 dan tahun buku berakhir tanggal 31 Desember;
5. Perusahaan telah menerbitkan dan mempublikasikan laporan keuangan auditan berturut-turut dan memiliki data yang diperlukan selama berlangsungnya penelitian. Adapun data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan auditor independen dan laporan keuangan perusahaan tahun 2005-2008, serta harga saham harian dan IHSG tahun 2006.

3.2. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

3.2.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *equity risk premium* (ERP), merupakan komponen utama atas return yang diharapkan yang dituntut pada investasi berisiko. Return yang diharapkan ini merupakan faktor penentu dari biaya ekuitas dan biaya modal, input yang penting dalam analisis keuangan dan penilaian perusahaan (Demodaran, 2009). Dalam penelitian ini, ERP dihitung dengan menggunakan pendekatan Easton (2004) berdasarkan Model Ohlson & Juettner-Nauroth sebagai berikut:

$$R^2 - R(DPS_{t+1} / P_t) - (EPS_{t+2} - EPS_{t+1}) / P_t = 0$$

keterangan:

- P_t = harga saham saat ini
 EPS_{t+1} = perkiraan EPS 1 tahun yang akan datang
 EPS_{t+2} = perkiraan EPS 2 tahun yang akan datang
 DPS_{t+1} = perkiraan DPS 1 tahun yang akan datang
 R = *equity risk premium* berdasarkan OJ (2000)

Dari persamaan tersebut akan dihasilkan dua nilai R dengan dua tanda yang berbeda. Berdasarkan peraturan Easton (2004), dalam perkiraan R_{PEG} , $EPS_{t+2} > EPS_{t+1} > 0$ sehingga nilai yang memiliki tanda positif yang akan diambil. Persamaan di atas akan di selesaikan dengan menggunakan rumus persamaan kuadrat seperti berikut::

$$R^2 - R(DPS_{t+1} / P_t) - (EPS_{t+2} - EPS_{t+1}) / P_t = 0$$

$$R = \frac{(DPS_{t+1} / P_t) \pm \sqrt{(DPS_{t+1} / P_t)^2 - 4.1(EPS_{t+2} - EPS_{t+1}) / P_t}}{2.1}$$

Keterangan:

- | | | | | | |
|---|---|-----------------------------|-------|---|-------|
| a | = | 1 | x | = | R |
| b | = | DPS_{t+1}/P_1 | x^2 | = | R^2 |
| c | = | $(EPS_{t+2}-EPS_{t+1})/P_0$ | | | |

3.2.2 Variabel Independen

Variabel-variabel independennya diantaranya adalah sebagai berikut:

3.2.2.1. Masa Penugasan Auditor (TENURE)

Masa penugasan auditor merupakan variabel dummy, perusahaan dikelompokkan menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang mengganti auditor dan tidak mengganti auditor. Nilai 0 diberikan untuk perusahaan yang tidak mengganti auditor pada periode pengamatan, sedangkan nilai 1 untuk perusahaan yang mengganti auditor.

3.2.2.2. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan diprosikan dengan *logaritma natural* dari total aset yang dimiliki perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini.

$$\text{SIZE} = \text{Ln TA}_t$$

3.2.2.3. Rasio Book to Market Equity (BM)

Rasio *Book to Market Equity* diukur dengan membagi nilai buku ekuitas pada nilai pasar ekuitas.

$$\text{BM} = \frac{\text{Nilai Buku Ekuitas}_t}{\text{Nilai Pasar Ekuitas}_t}$$

3.2.2.4. Rasio Leverage (LEV)

Rasio *Leverage* diukur dengan membagi total utang pada total aset perusahaan.

$$\text{LEV} = \frac{\text{Total Utang}_t}{\text{TA}_t}$$

3.2.2.5. Beta (BETA)

Nilai Beta diperoleh dengan cara membagi kovarians return perusahaan dan return pasar ($Cov R_i.R_M$) pada varians return pasar ($Var R_M$). Kovarians return perusahaan dan return pasar ($Cov R_i.R_M$) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Hanafi dan Halim, 2000):

$$Cov R_{it}.R_{Mt} = \frac{\sum(R_{it}-E(R_{it}))(R_{Mt}-E(R_{Mt}))}{x}$$

keterangan:

- R_{it} = Return saham perusahaan i pada periode t
 $E(R_{it})$ = Rata-rata return saham perusahaan pada periode t
 R_{Mt} = Return pasar pada periode t
 $E(R_{Mt})$ = Rata-rata return saham perusahaan pada periode t
 x = Jumlah perusahaan yang menjadi sampel

nilai varians return saham ($Var R_M$) diperoleh dengan rumus:

$$Var R_{Mt} = \sum (R_{Mt} - E(R_{Mt}))^2$$

Sehingga rumus untuk mencari beta, adalah:

$$\beta = \frac{Cov R_{it}.R_{Mt}}{Var R_{Mt}}$$

3.2.2.6. Kualitas Laba (EQ)

Kualitas laba diukur dengan menggunakan pendekatan Jones Model (1991) yang telah dimodifikasi oleh Dechow dan Dichev (2002). Model perhitungannya sebagai berikut:

$$DACC_{it} = \frac{TACC_{it}}{TA_{i,t-1}} - NDACC_{it}$$

keterangan:

- $DACC_{it}$: *Discretionary accruals* perusahaan i periode t
 $TACC_{it}$: *Total accruals* perusahaan i periode t
 $TA_{i,t-1}$: Total aset perusahaan i periode t – 1
 $NDACC_{it}$: *Nondiscretionary accruals* perusahaan i periode t

nilai *discretionary accrual* yang tinggi (di atas nilai rata-rata) menunjukkan laba perusahaan berkualitas rendah, demikian juga sebaliknya, apabila nilai *discretionary accrual* rendah (di bawah nilai rata-rata) menunjukkan laba perusahaan berkualitas tinggi.

3.3 Metode Analisis

Pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan persamaan regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah:

$$ERP_t = \alpha - \beta_1 TENURE_t - \beta_2 SIZE_t + \beta_3 BM_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 BETA_t - \beta_6 EQ_t$$

keterangan:

ERP_t	: <i>Equity Risk Premiun</i> perusahaan pada periode t
α	: Koefisien konstanta
β_1-6	: Koefisien regresi variabel independen
$TENURE_t$: Pergantian auditor pada periode t
$SIZE_t$: Ukuran perusahaan pada periode t
BM_t	: Rasio <i>Book to market equity</i> pada periode t
LEV_t	: Rasio <i>leverage</i> perusahaan pada periode t
$BETA_t$: Beta perusahaan pada periode t
EQ_t	: Kualitas laba (<i>Earnings Quality</i>) perusahaan pada periode t

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Sampel Penelitian

Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah disebutkan di bagian 3.1, diperoleh sampel penelitian sebanyak 45 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria pemilihan sampel selama berlangsungnya penelitian ini.

Tabel 1

Prosedur Pemilihan Sampel

Total Perusahaan di BEI untuk Tahun 2006	344	100%
Bukan Perusahaan Manufaktur	210	61%
Total Perusahaan Manufaktur	134	39%
Dikurang:		
Perusahaan th 2006 yg menderita rugi pada periode t+1 dan t+2	14	4%
Ekuitas Negatif (Defisiensi Modal)	6	2%
Beta Negatif	27	8%
Perusahaan delisting pada tahun 2006	9	3%
Data Perusahaan tidak lengkap	33	10%
	<hr/>	<hr/>
Total Perusahaan yang menjadi sampel penelitian	45	12%

Berdasarkan tabel 4.1 dapat dilihat total perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 344 perusahaan pada tahun 2006. Dari jumlah tersebut terdapat 134 perusahaan (39%) yang termasuk ke dalam kategori perusahaan manufaktur dan merupakan populasi dari pemilihan sampel penelitian. Dari total 134 perusahaan tersebut akan dipilih perusahaan yang akan menjadi sampel penelitian berdasarkan kriteria pemilihan sampel yang telah disebutkan sebelumnya. Berdasarkan hasil observasi, sebanyak 89 perusahaan (27%) dikeluarkan karena tidak memenuhi kriteria. Total perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah sebanyak 45 perusahaan, atau sebesar 12% dari total perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan sebesar 34% dari total perusahaan manufaktur.

4.2 Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini terdiri dari 6 (enam) hipotesis yang diuji untuk melihat pengaruh pergantian auditor (*TENURE*), ukuran perusahaan (*SIZE*), *Book to Market Equity* (*LN_BM*), *leverage* (*LN_LEV*), *Beta* perusahaan (*LN_BETA*) dan kualitas laba (*EQ*) terhadap *Equity Risk Premium* perusahaan.

Tabel 2
Hasil pengujian hipotesis

Variable Independent	Variablel Depend (ERP)		
	B	t	,sig
(Constant)	-,347	-,138	,891
TENURE	,887	1,343	,187
SIZE	-,139	-,812	,422

BM	,584	1,913	,063**
LEV	,686	1,739	,090**
BETA	-,317	-1,825	,076**
EQ	-,176	-,383	,703
R ²	279		
F-Test	2,448		
Sig F	,042***		

** sig pada level 10%

*** sig pada level 5%

Tabel 2 menunjukkan bahwa pergantian auditor tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *equity risk premium*. Hal ini berarti bahwa tidak ada beda *equity risk premium* untuk perusahaan yang mengganti maupun yang tidak mengganti auditor. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi semula yang menyatakan bahwa pergantian masa auditor dapat mempengaruhi besar kecil ERP pada perusahaan. Hal ini disebabkan pandangan negatif investor terhadap pergantian masa auditor perusahaan, mereka menganggap perusahaan yang mengganti auditor memiliki ketidakharmonisan antara auditor sebelumnya dengan pihak manajemen perusahaan. Ketidakharmonisan ini pada akhirnya menimbulkan konflik sehingga perusahaan memutuskan untuk mengganti auditornya. Pergantian auditor akan dipandang para investor sebagai tindakan perusahaan untuk menutupi konflik yang terjadi antara auditor sebelumnya dengan pihak manajemen perusahaan. konflik ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan pemberian opini oleh auditor lama yang tidak sesuai dengan keinginan manajemen perusahaan atau karena faktor-faktor lainnya yang berhubungan dengan kebijakan perusahaan yang tidak disetujui oleh auditor lama.

Hasil ini tidak berhasil mendukung penelitian yang dilakukan oleh Boone, *et al.* (2008) yang menyatakan bahwa semakin panjang masa penugasan auditor akan menyebabkan integritas laporan keuangan yang menurun sehingga *equity risk premium* akan ikut menurun. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan pernyataan Febrianto (2008) bahwa kualitas

audit akan meningkat ketika auditor diganti secara periodik, dengan tujuan untuk memperkecil risiko ketergantungan auditor secara ekonomik pada perusahaan, semakin kecil risiko akan diikuti dengan *equity risk premium* perusahaan yang semakin kecil. Selain itu, Diaz (2009) yang menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian kantor akuntan publik pada perusahaan publik di Indonesia menemukan bahwa perusahaan yang melakukan pergantian auditor mengalami abnormal return saham yang negatif juga tidak didukung.

Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *equity risk premium*.. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap ERP menunjukkan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia belum menggunakan ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset sebagai dasar pengambilan keputusan. Komalasari (2000) dalam Amurwani (2006) menunjukkan bahwa penurunan asimetri informasi yang lebih besar dialami oleh perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini menyebabkan adanya perbedaan informasi yang diperoleh antara investor yang lebih terinformasi dengan investor yang kurang terinformasi, akibatnya akan menimbulkan biaya transaksi pada perusahaan dan mengurangi likuiditas yang diharapkan dalam saham. Hal ini sudah pasti akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi.

Hasil ini tidak memberi dukungan atas hasil penelitian yang dilakukan oleh Gebhardt, *et al.* (2001) yang menemukan bahwa informasi publik yang tersedia semakin banyak pada perusahaan besar dan lebih likuid saham mereka akan semakin rendah risiko yang dirasakan dalam perusahaan, maka *equity risk premium* akan semakin rendah. Selain itu juga tidak mendukung penelitian Boone, *et al.* (2008) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *equity risk premium*.

Hasil pengujian lainnya menunjukkan bahwa *book to market equity* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium*. Hasil penelitian ini, konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa *book to market equity* berpengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium* (Boone, et al., 2008). Hasil ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) yang menafsirkan rasio *book to market equity* sebagai faktor risiko ekuitas, yaitu, semakin tinggi rasio *book to market equity*, maka semakin tinggi risiko ekuitas pada perusahaan. selain itu juga memperkuat hasil penelitian Gebhard et al. (2001) yang menemukan bahwa rasio *book to market equity* memiliki pengaruh yang kuat terhadap *equity risk premium*, hal itu tercermin pada pasar yang secara konsisten mengajukan return yang tinggi untuk perusahaan dengan rasio *book to market equity* yang lebih kecil dari satu atau dalam keadaan sedang bertumbuh..

Penelitian ini juga menemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *equity risk premium*. Hasil penelitian ini, konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium* (Boone, et al., 2008). Hasil ini juga sesuai dengan Gebhardt, et al. (2001), tingkat yang lebih tinggi dari *leverage* keuangan diperkirakan dapat meningkatkan risiko yang dirasakan dan meningkatkan *equity risk premium* perusahaan, juga sesuai dengan pendapat Baxter (1967) dalam Fama dan French (1992) yang menyatakan bahwa penambahan utang hingga titik tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, tapi ketika melewati titik optimal, penambahan utang akan menimbulkan kepailitan sehingga menurunkan nilai perusahaan. Pernyataan Baxter diperkuat dengan hasil penelitiannya yang menemukan bahwa perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi memiliki pengaruh yang positif terhadap risiko perusahaan.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa *beta* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *equity risk premium*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian

sebelumnya yang menyatakan bahwa berdasarkan konsep CAPM, semakin tinggi *beta* maka risiko akan semakin tinggi pula dan meningkatkan *equity risk premium* perusahaan, hasil penelitiannya menyatakan bahwa *beta* berpengaruh positif signifikan terhadap *equity risk premium* (Boone, *et al.*, 2008). Hasil ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) yang meneliti pasar modal USA 1963-1990, menemukan bahwa *beta* memiliki sedikit kemampuan untuk menjelaskan return yang diharapkan pada saham. Selain itu, Martin dan Lilo (2003) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh antara rata-rata return yang diharapkan dengan *beta* perusahaan pada pasar yang sedang berkembang. Hal ini diperkuat pula dengan hasil penelitian Bekaert, *et al.* (1997) yang meneliti pasar yang sedang berkembang pada 27 negara periode Juli 1991 - Juni 1996.

Namun penelitian ini, tidak menemukan pengaruh kualitas laba terhadap *equity risk premium*. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat beda *equity risk premium* antara perusahaan dengan laba yang berkualitas tinggi dan perusahaan dengan laba yang berkualitas rendah. Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena investor menganggap perusahaan yang memiliki laba berkualitas tinggi tersebut akan memiliki tingkat return yang rendah akibat dari risiko yang rendah. Hal ini membuat investor (*risk averse*) menjadi kurang termotivasi untuk berinvestasi pada saham perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa semakin tinggi akrual menunjukkan laba perusahaan berkualitas rendah sehingga akan menurunkan *equity risk premium* perusahaan (Boone, *et al.*, 2008). Selain itu juga mendukung penelitian Francis, *at al.* (2004) yang meneliti tentang biaya ekuitas dan atribut laba menemukan bahwa semakin tinggi kualitas laba perusahaan, maka semakin rendah *equity risk premium* perusahaan tersebut.

4.3 Menilai *Goodness of Fit* (Uji F) Suatu Model

Ketepatan fungsi regresi dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*-nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi dan nilai statistik F. Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa besar kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Berdasarkan dari uji regresi linier berganda terhadap model penelitian dengan menggunakan variabel ERP diperoleh nilai nilai R^2 nya sebesar 0,279 atau 27,9%. Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa 16,5% variasi variabel ERP mampu diklasifikasikan oleh TENURE, SIZE, BM, LEV, BETA dan EQ, sedangkan sisanya sebesar 83,5% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap uji statistik F yang dilakukan dengan menggunakan variabel dependen ERP dan enam variabel independennya yang terdiri dari TENURE, SIZE, BM, LEV, BETA dan EQ diperoleh nilai F sebesar 2,448 signifikan pada $\alpha = 0,05$ artinya bahwa model regresi cukup baik untuk memprediksi *Equity Risk Premium* perusahaan-perusahaan sampel dalam penelitian ini.

5. SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN, DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menemukan bahwa book to market equity dan leverage berpengaruh terhadap equity risk premium secara positif dan signifikan, sedangkan beta berpengaruh terhadap equity risk premium secara negatif dan signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa equity risk premium meningkat apabila rasio book to market equity meningkat, karena rasio book to market equity yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tidak bertumbuh, sehingga risiko perusahaan akan menjadi tinggi. Begitupun dengan rasio leverage yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan hal itu akan meningkatkan risiko perusahaan. Sedangkan beta mengindikasikan bahwa jika beta

tinggi, equity risk premium akan menjadi rendah, hal itu mungkin dipengaruhi oleh pasar yang sedang berkembang di Indonesia.

5.2 Implikasi Hasil Penelitian

Walaupun dalam penelitian ini masa penugasan auditor tidak berpengaruh secara signifikan, namun berdasarkan penelitian sebelumnya dapat dikatakan bahwa masa pergantian auditor akan mempengaruhi persepsi para investor tentang kualitas audit dan kepercayaan mereka terhadap integritas dari laporan keuangan. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan bagi pembuat keputusan dalam menentukan peraturan mengenai pergantian auditor pada perusahaan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan investor dalam keputusan investasinya. Walaupun penelitian ini menunjukkan bahwa *equity risk premium* tidak dipengaruhi oleh seluruh variabel independennya, penelitian sebelumnya (Boone, et al., 2008) menunjukkan bahwa seluruh variabel independen dalam penelitian ini, yaitu TENURE, SIZE, BM, LEV, BETA dan EQ dapat mempengaruhi *equity risk premium* perusahaan secara signifikan. Meskipun begitu, pembahasan dari penelitian ini menyatakan bahwa masa jabatan auditor akan mempengaruhi integritas laporan keuangan pada perusahaan, ukuran perusahaan dan laba perusahaan yang semakin berkualitas akan berpengaruh pada risiko (meningkat atau menurun) yang akan dihadapi perusahaan. selain itu dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis (beta), rasio *book to market* dan *leverage* akan berpengaruh pada perubahan *equity risk premium* perusahaan.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Sampel perusahaan dalam penelitian ini terbatas. Hal ini dikarenakan adanya kriteria-kriteria yang harus dipenuhi agar perusahaan tersebut bisa dijadikan sampel penelitian ini.
2. Periode penelitian ini hanya meliputi 1 (satu) tahun pengamatan sehingga perhitungan ERP dirasa kurang bisa mewakili perubahan ERP secara lebih luas pada tahun-tahun sebelumnya.
3. Pengumuman pergantian auditor tidak semua dipublikasikan, sehingga yang bisa digunakan dalam penelitian hanya pengumuman pergantian auditor yang dipublikasikan.
4. Cara pengelompokkan untuk variabel TENURE hanya berdasarkan perusahaan yang mengganti dan tidak mengganti saja, tanpa mempertimbangkan masa jabatan auditor telah mengaudit perusahaan.

5.4 Saran bagi penelitian selanjutnya

1. Disarankan untuk penelitian selanjutnya agar mengambil sampel dari jenis perusahaan yang berbeda seperti perusahaan keuangan atau perusahaan jasa sehingga dapat dilihat bagaimana variabel-variabel independen dalam penelitian ini mempengaruhi variabel dependennya untuk jenis perusahaan jasa dan keuangan.
2. Memperpanjang periode pengamatan penelitian untuk memperoleh perhitungan ERP yang lebih akurat sehingga diharapkan bisa lebih menjelaskan mengenai ERP dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.
3. Disarankan juga untuk penelitian selanjutnya agar pengelompokkan untuk variabel TENURE berdasarkan pada lamanya masa penugasan auditor telah mengaudit perusahaan, agar dapat diperoleh hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica dan Sulistyowati, Dwi. (2007). *Analisa Terhadap Relevansi Nilai Laba, Arus Kas Operasi Dan Nilai Buku Ekuitas Pada Periode Sekitar Krisis Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ*. Makalah disajikan dalam Proceeding Seminar Nasional: Inovasi Dalam Menghadapi Perubahan Lingkungan Bisnis. FE Universitas Trisakti Jakarta.
- Annin, Michael and Dominic, Falaschetti. (1998). *Equity Risk Premium Article*. IL: Ibbotson Associates.
- Amurwani, Aniek. (2006). *Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela dan Asimetri Industri Informasi terhadap Cost of Equity Capital*. Universitas Islam Indonesia. Jogjakarta.
- Arifin, Agus, Zainul. (2009). *Struktur Modal*. Makalah disajikan pada Seminar Manajemen Keuangan Pusat Pengembangan Bahan Ajar-UMB.
- Banz, Rolf W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*. Vol. 9.
- Basu, S. (1977). Investment performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios: A Test of the Efficient Market Hypotesis. *Journal of Finance*, 12.
- Bekaert, Geert., Erb, Claude., Havery, Campbell., dan Viskanta, Tadas. (1997). The Cross-Sectional Determinants of Emerging Market Returns. *Journal of Finance*.
- Bhandari, L. (1988). Debt/Equity Ratio and Expected common Stock Returns: Empirical Evidance. *Journal of Finance*, 43.
- Boone, Jeff P., Khurana, Inder K. and Raman, K. K. (2008). Audit Firm Tenure and the Equity Risk Premium, *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Forthcoming. (Online) (Diakses 16 November 2009) Tersedia di: <http://ssrn.com/abstract=940401>
- Damodaran, Aswath. (2008). Estimating The Equity Risk Premium, *Journal of Accounting and Economics*. (Online) (Diakses 3 November 2009) Tersedia di: <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99021.pdf>
- Damodaran, Aswath. (2008). *Measuring Country Risk*. Working Paper, SSRN.com. (Online) (Diakses 31 Oktober 2009) Tersedia di: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/ERPfull.pdf
- _____. (2009). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications, *Journal of Accounting and Economics*. (Online) (Diakses 29 Oktober 2009) Tersedia di: <http://ssrn.com/abstract=1492717>
- DeAngelo, L. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics* 31(3): 183-199.

- Diaz, Marsela. (2009). *Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian Kantor Akuntan Publik (Studi Pada Perusahaan Publik Di Indonesia)*. Makalah disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi 12, Palembang.
- Easton, P. (2004). PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review* 79 (1). pp 73-95.
- Erb, Claude B., Harvey, Campbell R., dan Viskanta, Tadas E. (1995). Country credit risk and global portfolio selection. *Journal of Portfolio Management*, Winter.
- Fama, Eugene F dan French, Kenneth R. (1992). The cross section of expected returns. *Journal of Finance*, 47 (2).
- Febrianto, Rahmat. (2008). *Pergantian Auditor dan Kantor Akuntan Publik*. (Online) (Diakses 27 Desember 2009) Tersedia di: www.google.co.id di Rahmat on Accounting.
- Francis, Jennifer., LaFond, Ryan., Olsson, P., dan Schipper, K. (2004). Cost of Capital and Earnings Attributes. *The Accounting Review* 74 (4): 967
- Gebhardt, W., Lee, C., dan Swaminathan, B. (2000). Toward and Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1): 135-176
- Ghozali, Imam. (2002). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Edisi Kedua. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gunadarma. (2009). *Manajemen Keuangan 2*. Tersedia di http://elearning.gunadarma.ac.id/docmodul/manajemen_keuangan_2/bab2-risiko_leverage.pdf.
- Hanafi, Mamduh, M dan Halim, Abdul. (2000). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi revisi. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Hartono. (2009). *Pertimbangan Return dan Risiko dalam Keputusan Investasi*. Makalah disajikan pada UPT Perpustakaan UNS. (Online) (Diakses 7 Desember 2009) Tersedia di: www.google.co.id di Return dan Risiko Investasi.
- Hermeindito, Kaaro. (2008). *Dividen dan Equity Negatif*. (Online) (Diakses 17 Juni 2010) Tersedia di: <http://www.mail-archive.com/ahlikeuangan-indonesia@yahoogroups.com/msg02348.html>.
- HSBC Premier: Global Investment Perspective. (2009). (Online) (Diakses 22 November 2009) Tersedia di: www.hsbcprimer.co.id
- Indriantoro dan Supomo, (2002). *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi pertama. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Jogiyanto. (2003). *Teori Potofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Konsultan Statistik: *Statistik for Better Life*. (2008). (Online) (Diakses 16 April 2010) Tersedia di: <http://www.blogger.com/profile/16085214600118587126>

- Kusmayadi, Dedi. (2009). *Kasus Enron: Dalam Perspektif Etika Bisnis Dan Profesional Akuntan Beserta Implikasinya*. Beranda' 68. (Online) (Diakses 27 Desember 2009) Tersedia di: <http://www.blogger.com/comment-iframe.g?blogID=7792572339642013280&postID=27217126952282393567blogserif%22%7D>
- Leuz, C. and Verrechia., R. (2005). *Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality, and The Cost of Capital*. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Martin, J. Rodrigo, Fuentes, San and Lilo, Salvador, Zurita. (2003). *The Equity Risk Premium in Emerging Market: The Case of Chile*. (Online) (Diakses 31 Oktober 2009) Tersedia di: <http://www.cemla.org/pdf/redix/RED-IX-ch.pdf>
- Modul Manajemen Keuangan. *Rasio dan Leverage*. (Online) (Diakses 20 Januari 2010) Tersedia di: http://elearning.gunadarma.ac.id/docmodul/manajemen_keuangan_2/bab2-risiko_leverage.pdf.
- Ohlson, J and B. Joutner-Nauroth. (2000). Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies* 10.
- Pasaribu, Rowland, Bismark, Fernando. (2009). Model Fama dan French sebagai Pembentukan Portofolio Saham Di Indonesia, *Journal Akuntansi dan Bisnis* 9 (1): 1–12
- Silitonga, Nico dan Adler H. Manurung. (2008). Return Saham Sekitar Cum-date dan Ex-date. *Financial Bisnis*. (Online) (Diakses 20 Desember 2009)
- Sugiyono. (2006). *Metode Penelitian Bisnis*. Edisi Keenam. Bandung: Alfabeta.
- Supranto, J. (1997). *Metode Riset Aplikasinya dalam Pemasaran*. Edisi 5. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Susiyanto, Fendi. (2009). *Valuasi Pasar Saham dan Obligasi dengan Fed Model (2)*. Investment Solution. (Online) (Diakses 15 November 2009)
- Tandelilin, Eduardus. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.