

REAKSI PASAR TERHADAP CAPAIAN KINERJA PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN DENGAN KUALITAS AUDIT YANG BERBEDA

Dhermawan Ali Ludin, Kerin Widyanata & Kenny Osfredo Christanto

Universitas Pelita Harapan

Alamat email:

00000019906@student.uph.edu, 00000023181@student.uph.edu, 0000002066@student.uph.edu

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh capaian kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar modal. Penelitian ini juga menguji apakah pengaruh capaian kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar modal tersebut akan berbeda pada perusahaan-perusahaan dengan tingkatan kualitas audit yang berbeda. Dalam pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan pemodelan *Earnings Response Coefficient* (ERC) untuk meregresikan CAR (*cumulative abnormal returns*) terhadap kinerja keuangan perusahaan (profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas), AQ (*audit quality*) dan interaksi antara kinerja keuangan perusahaan dan AQ (*audit quality*), dengan menggunakan data tahun 2016-2018 untuk 60 perusahaan sampel yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (169 *firm-year*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada sampel perusahaan yang dipilih solvabilitas berpengaruh negatif signifikan pada reaksi pasar dan kualitas audit secara signifikan memperlemah hubungan negatif antara solvabilitas dengan reaksi pasar tersebut. Sementara itu, penelitian ini tidak memberikan bukti empiris mengenai pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap reaksi pasar dan pengaruh kualitas audit terhadap hubungan profitabilitas dengan reaksi pasar dan likuiditas dengan reaksi pasar. Dengan demikian, penelitian ini hanya memberikan sebagian bukti empiris pengaruh kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar dan pengaruh moderasi kualitas audit dalam hubungan keduanya.

Kata kunci:

Earnings Response Coefficient, Cumulative Abnormal Returns, Unexpected Earnings, Liquidity, Profitability, Solvability, Audit Quality

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the influence of firm performance toward capital market reaction. This study also examines whether the influence of firm performance toward capital market reaction will be different at companies with different levels of audit quality. In examining the hypothesis this study utilizes Earnings Response Coefficient (ERC) modelling and regresses CAR (cumulative abnormal return) toward firm performance (profitability, liquidity and solvability), AQ (*audit quality*) and the interaction of firm performance and AQ (*audit quality*), using data for the period of 2016-2018 for 60 sample firms registered in Bursa Efek Indonesia (BEI) (169 *firm-year*). The test results show that for the sample firms selected in this study solvability has negative influence on capital market reaction and audit quality has moderating effect in weakening the negative influence of solvability on capital market reaction. However, this study does not obtain an empirical evidence of the influence of profitability and liquidity toward market reaction and the influence of audit quality in the correlation between profitability and liquidity and market reaction. Therefore, this study only provides partial empirical evidence of the influence of firm performance toward capital market reaction and the moderating effect of audit quality in the relationship between both of them.

Keywords:

Earnings Response Coefficient, Cumulative Abnormal Returns, Unexpected Earnings, Liquidity, Profitability, Solvability, Audit Quality

1. PENDAHULUAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh capaian kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar modal. Penelitian ini juga menguji apakah pengaruh capaian kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar modal tersebut akan berbeda pada perusahaan-perusahaan dengan tingkatan kualitas audit yang berbeda. Mendasarkan diri pada *signalling theory*, penelitian ini ingin memberikan bukti empiris reaksi pelaku pasar terhadap sinyal yang diberikan oleh informasi capaian kinerja perusahaan. Juga, penelitian ini ingin memberikan bukti empiris perbedaan kekuatan sinyal informasi kinerja yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan dengan kualitas audit yang berbeda.

Pasar modal dapat disebut sebagai salah satu bagian krusial dalam ekonomi suatu negara karena menjadi salah satu wadah yang menampung dana dari investor luar dan dalam negeri. Pasar modal sendiri memegang peranan yang penting untuk pendanaan dalam waktu yang panjang, sehingga pasar modal yang memiliki kualitas yang baik atau efisien dapat mendukung tingkat pertumbuhan ekonomi.

Menurut Chorilayah et al. (2016) pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang memiliki dana atau pihak investor dengan pihak yang membutuhkan dana atau pihak perusahaan dengan cara memperjualbelikan saham, obligasi atau produk investasi lainnya. Bagi investor, pasar modal adalah tempat untuk menanamkan modal mereka, dimana mereka berharap adanya keuntungan yang didapatkan dalam jangka waktu tertentu sesuai dengan nilai yang mereka investasikan. Oleh karena itu, investor senantiasa berupaya menangkap sinyal dari muatan informasi kinerja perusahaan untuk memprediksi apakah ekspektasi keuntungan dapat direalisasikan.

Respon investor memiliki dampak pada reaksi pasar modal. Penelitian ini mengukur reaksi pasar pada suatu fenomena menggunakan pemodelan *Earnings Response Coefficient*. ERC ini dipandang model yang memadai untuk mengetahui bagaimana dampak reaksi pasar akan suatu kejadian (Paramita dan Hidayanti, 2013). Pasar sendiri dapat bereaksi dengan melihat apakah kualitas laba yang dihasilkan itu baik atau tidak. Kuatnya reaksi pasar terhadap informasi laba dapat tercermin dari kuat lemahnya korelasi antara kejutan yang ada informasi akuntansi (diwakili oleh *unexpected earnings*) dan tingkat pengembalian abnormal (*abnormal return*) dalam model ERC (*Earnings Response Coefficient*).

Suharli (2005) menyatakan ekspektasi dari para investor pada investasi yang akan atau telah dilakukannya adalah memperoleh *return* (tingkat pengembalian) sebanyak-banyaknya dengan risiko yang beragam. Investor menggunakan laporan keuangan sebagai salah satu acuan dalam pengambilan keputusan investasi yang tepat untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya dan meminimalisir kerugian yang akan terjadi dimasa yang akan datang.

Salah satu informasi yang dibutuhkan oleh para pengambil keputusan, yaitu kreditor dan investor adalah informasi kinerja perusahaan yang terkandung dalam laporan keuangan. Hal ini ditegaskan oleh Hadya (2014), yang menyebutkan bahwa laporan keuangan memiliki kandungan informasi dimana informasi tersebut berhubungan dengan kondisi perusahaan sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan untuk mengambil keputusan. Berdasarkan hal tersebut, informasi yang terkandung di dalam laporan keuangan dapat mempengaruhi keputusan investor. Dalam menentukan keputusan, investor akan menilai suatu perusahaan dengan cara mengestimasi perkembangan yang dapat terjadi di waktu yang akan datang.

Menurut Puspitasari (2014), analisis laporan keuangan adalah suatu proses atau kegiatan menganalisis laporan keuangan perusahaan dengan menggunakan alat-alat dan teknik-teknik analisis untuk mendapatkan informasi yang diperlukan dalam analisis bisnis. Prasetyo et al. (2012), mengutip Moeljadi (2006), dalam jurnalnya menyatakan analisis keuangan merupakan suatu penilaian terhadap kinerja perusahaan pada waktu yang lalu dan prospek pada masa datang. Melalui analisis keuangan, diharapkan dapat diketahui kekuatan dan kelemahan perusahaan dengan menggunakan informasi yang terdapat dalam laporan

keuangan. Dalam menganalisis keuangan, diperlukan rasio keuangan sebagai gambaran jelas mengenai informasi yang dibutuhkan. Kasmir (2018) menjelaskan analisis rasio keuangan merupakan kegiatan membandingkan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka yang lainnya. Perbandingan dapat dilakukan antara satu komponen dengan komponen dalam satu laporan keuangan atau antar komponen yang ada di antara laporan keuangan.

Weygandt et al. (2019) mengklasifikasikan rasio keuangan menjadi 3 yaitu, rasio likuiditas (*liquidity ratio*), rasio profitabilitas (*profitability ratio*) dan rasio solvabilitas (*solvency ratio*). Rasio-rasio ini diukur dengan menggunakan beberapa proksi diantaranya Return on Assets ratio (ROA) untuk profitabilitas, Debt to Equity ratio (DER) untuk solvabilitas dan Current ratio untuk likuiditas. Proksi-proksi ini akan digunakan dalam penelitian ini untuk mewakili informasi kinerja keuangan perusahaan yang akan ditangkap sinyalnya oleh pasar.

Zhou dan Elder (2001) dalam Wirjono (2005) membuktikan bahwa melalui audit, pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan dapat memverifikasi validitas laporan keuangan. Efektivitas audit dan kemampuannya dalam membatasi praktik kecurangan ditentukan oleh kualitas audit. Jasa audit yang berkualitas akan mempengaruhi tingkat kepercayaan pengguna laporan keuangan. Kualitas audit diduga dapat mempengaruhi hubungan antara reaksi pasar dengan praktik kecurangan. Kualitas audit ditentukan dari kantor akuntan publik (KAP) yang mengaudit perusahaan tersebut. Proksi yang digunakan adalah auditor *brand name* atau Big Four & Non-Big Four Auditors. Atas dasar itu, penelitian ini menempatkan kualitas audit sebagai variabel moderasi.

Penelitian sebelumnya yang berhubungan dengan penelitian ini juga telah dilakukan, namun memiliki hasil yang berbeda-beda dan belum konklusif. Selain itu, penelitian ini tidak banyak menemukan penelitian sebelumnya mengenai hubungan kinerja keuangan secara menyeluruh terhadap reaksi pasar. Tidak hanya itu, penelitian sebelumnya serupa yang didukung oleh kualitas audit lebih sulit ditemui. Dengan kata lain, penelitian-penelitian sebelumnya yang telah ditelaah sangat jarang yang menggunakan kualitas audit sebagai variabel moderasi. Kebanyakan, kualitas audit digunakan sebagai variabel independen saja. Oleh karena itu, penelitian ini tertarik untuk menguji apakah informasi tentang kinerja keuangan ini akan diperkuat atau diperlemah atau tidak dipengaruhi oleh kualitas audit.

Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja keuangan terhadap reaksi pasar, dengan menggunakan profitabilitas, likuiditas, dan solvabilitas sebagai proksi serta kualitas audit sebagai variabel moderasi dan independen. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dengan pemilihan pendekatan baru dalam mengukur pengaruh kualitas audit terhadap hubungan kinerja keuangan dan reaksi pasar.

Dalam pengujian hipotesis, penelitian ini menerapkan metode OLS (*ordinary least square*) dalam menggunakan pemodelan *Earnings Response Coefficient* (ERC) untuk meregresikan CAR (*cumulative abnormal returns*) terhadap kinerja keuangan perusahaan (profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas), AQ (*audit quality*) dan interaksi antara kinerja keuangan perusahaan dan AQ (*audit quality*) dengan menggunakan data tahun 2016-2018 untuk 60 perusahaan sampel yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (169 *firm-year*).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada sampel perusahaan yang dipilih solvabilitas berpengaruh negatif signifikan pada reaksi pasar dan kualitas audit secara signifikan memperlemah hubungan negatif antara solvabilitas dengan reaksi pasar tersebut. Sementara itu, penelitian ini tidak memberikan bukti empiris mengenai pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap reaksi pasar dan pengaruh kualitas audit terhadap hubungan profitabilitas dengan reaksi pasar dan likuiditas dengan reaksi pasar. Dengan demikian, penelitian ini hanya memberikan sebagian bukti empiris pengaruh kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar dan pengaruh moderasi kualitas audit dalam hubungan keduanya.

2. KAJIAN TEORITIS, PENELITIAN SEBELUMNYA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Signalling Theory

Sinyal mengacu pada aktivitas atau atribut suatu individual dalam pasar yang secara sengaja atau tidak mengubah kepercayaan atau menyampaikan informasi kepada individu lain. Adanya sinyal dapat memperkecil celah atau asimetri informasi (Hendrianto, 2012). *Signalling theory* merupakan teori dimana sinyal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham & Houston, 2004). Selain itu, *signalling theory* juga merupakan langkah-langkah manajemen dari perusahaan yang sebenarnya memberikan petunjuk secara implisit kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Kahar, 2008).

Dikaitkan dengan penelitian ini, *signalling theory* memberikan dasar teori yang memberikan argumen yang kuat bahwa informasi kinerja keuangan perusahaan memberikan sinyal yang akan ditangkap oleh pasar. Atas dasar sinyal yang ditangkap itu, pasar modal akan memberikan reaksi berupa pergerakan harga saham yang membentuk return bagi investor. Di samping itu, kualitas audit diharapkan juga memberikan sinyal kepada pasar pada saat menangkap sinyal informasi keuangan perusahaan. Kualitas audit yang baik akan memberikan sinyal positif yang akan memperkuat sinyal positif dari informasi keuangan perusahaan saat ditangkap oleh pasar.

Reaksi Pasar

Reaksi pasar dalam konteks pemodelan *Earnings Response Coefficient* (ERC) menurut Istifarda (2015) dapat diartikan sebagai suatu reaksi yang terjadi dan timbul dari pasar (pemilik modal) berdasarkan informasi yang diterima. Lalu, menurut Safitri et al. (2016), reaksi pasar adalah suatu tanggapan dan tingkah laku dari pasar modal terhadap suatu kejadian tertentu yang memiliki hubungan langsung dengan pengungkapan informasi suatu perusahaan. Untuk mengukur reaksi pasar pada suatu fenomena, digunakan Earnings Response Coefficient untuk mengetahui bagaimana dampak reaksi pasar akan suatu kejadian.

Earnings Response Coefficient adalah salah satu metode yang dapat digunakan untuk pengujian mengenai laba dan digunakan untuk melihat bagaimana respon pasar terhadap informasi laba yang disajikan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI. Menurut Dewi (2015), *Earnings Response Coefficient* sendiri merupakan koefisien yang diperoleh dari regresi antara kejutan dalam laba akuntansi dan gejolak harga saham yang diprosikan oleh dua hal yaitu *unexpected return* (UE) mewakili kejutan dalam laba akuntansi dan *cumulative abnormal return* (CAR) mewakili gejolak harga saham sebagai bentuk reaksi pasar modal.

Scott (2015), mengungkapkan dalam jurnalnya *Earnings Response Coefficient* dapat mengukur tingkat pengembalian pasar abnormal keamanan sebagai respons terhadap komponen tak terduga dari laba yang dilaporkan perusahaan yang menerbitkan saham. Tinggi atau rendahnya ERC sangat ditentukan oleh kekuatan respon pasar yang tercermin dari informasi, baik positif maupun negatif, yang terkandung dalam laba.

Kinerja Keuangan Perusahaan

Setiawan (2013) menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas suatu perusahaan selama periode waktu tertentu yang merupakan hasil atas prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dengan memanfaatkan sumber daya yang dimiliki. Penilaian kinerja keuangan perusahaan dapat digunakan untuk mengetahui baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan dalam periode tertentu (Sinaga, 2014). Selain itu, penilaian kinerja juga digunakan oleh investor dan kreditor sebagai dasar

pertimbangan pengambilan keputusan. Penelitian ini menggunakan profitabilitas, solvabilitas dan likuiditas untuk menilai kinerja keuangan perusahaan berdasarkan penelitian sebelumnya.

Profitabilitas (ROA)

Penelitian ini menggunakan return on assets (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas. Menurut Sudarmadji & Sularto (2007), profitabilitas merupakan ukuran kinerja perusahaan yang tercermin dari keuntungan yang didapatkan perusahaan yang pada umumnya bersumber dari penjualan dan hasil investasi. Lalu, Chen (2004) dalam Hermuningsih (2013), berpendapat bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan memperhatikan efisiensi operasional dan efisiensi penggunaan aset.

Aprianingsih & Yushita (2016), menyatakan bahwa ROA merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba. ROA mencerminkan seberapa besar laba yang bisa dicapai perusahaan dari penggunaan asetnya. Semakin tinggi ROA menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari penggunaan asetnya, yang berarti kinerja perusahaan semakin baik karena perusahaan berhasil mengelola aset untuk menghasilkan laba yang tinggi. Adapun rumus yang digunakan untuk menghitung ROA adalah dengan membandingkan laba bersih dibagi dengan total aset (Sartono, 2001). Sama dengan itu, Brigham & Houston (2004) menyatakan profitabilitas dapat diukur dengan ROA (*return on assets*).

Solvabilitas (Leverage)

Menurut Kasmir (2018), solvabilitas atau leverage ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sampai dimana hutang membiayai aktivitas perusahaan. Adapun menurut Fahmi (2014), solvabilitas merupakan rasio yang memberi informasi tentang cara perusahaan mengelola pinjamannya dalam rangka mendapatkan keuntungan dan kemampuan untuk melunasi kembali pinjamannya. Pendapat lain dari pengertian solvabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut melakukan likuidasi dengan kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang (Munawir, 2007).

Rasio utang (leverage) merupakan ukuran seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang dan seberapa besar kemampuan perusahaan untuk membayar kembali pokok hutang tersebut. Panjang rasio utang ini tergantung pada hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi memiliki hutang melebihi modal yang dimilikinya (Alifiana & Praptiningsih, 2016).

Leverage juga mengacu pada sejauh mana perusahaan memanfaatkan pinjaman uang mereka (pembiayaan utang) untuk meningkatkan profitabilitas dan diukur dengan total kewajiban terhadap ekuitas. Perusahaan-perusahaan yang meminjam uang dalam jumlah besar selama resesi bisnis lebih mungkin mengalami kepailitan dalam melunasi hutang mereka saat jatuh tempo. Sebaliknya, semakin rendah pinjaman perusahaan, semakin rendah leverage, dan risiko kebangkrutan pada akhirnya akan menjadi lebih rendah, yang berarti perusahaan akan terus beroperasi (Alkhatib, 2012). Selain itu, leverage dapat didefinisikan sebagai penggunaan item biaya tetap untuk memperbesar pengembalian pada tingkat operasi yang tinggi (Block et al., 2011).

Dengan demikian, leverage merupakan tingkat sejauh mana perusahaan mengandalkan hutang sebagai sumber pendanaan. Debt to equity ratio (DER) merupakan rasio umum yang digunakan untuk menilai leverage perusahaan (Berk et al., 2014). Rasio ini diperoleh dengan membagi total hutang jangka pendek dan jangka panjang terhadap total ekuitas pemegang saham. Debt to equity ratio mengindikasikan margin of safety untuk kreditor jangka panjang. DER yang rendah mengimplikasikan penggunaan ekuitas yang lebih banyak dari hutang, yang berarti safety margin yang lebih besar untuk kreditor (Berk et al., 2014).

Likuiditas

Keown et al. (2008) dalam Nurhanifah & Jaya (2014) berpendapat jika likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk melunasi kewajibannya sebelum jatuh tempo pembayaran. Kasmir (2018) juga menyatakan bahwa rasio likuiditas adalah rasio yang mengukur seberapa perusahaan mampu dalam memenuhi pinjaman atau hutang jangka pendeknya. Menurut Brigham & Houston (2004), rasio likuiditas adalah perbandingan dimana terdapat ikatan antara hutang jangka pendek dengan kas dan aset lancar lainnya. Ketika suatu perusahaan memiliki likuiditas yang tinggi, maka perusahaan tersebut semakin cepat dalam mengubah aset menjadi kas sehingga perusahaan memiliki peluang yang lebih besar untuk melunasi hutang jangka pendeknya.

Menurut Syamsuddin (2004), current ratio adalah salah satu alat ukur yang dapat memperkirakan kesanggupan suatu perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya dengan current assets yang ada. Current ratio memperlihatkan likuiditas suatu perusahaan dengan cara membuat perbandingan antara aset lancar (current assets) dengan hutang lancar (current liabilities).

Kualitas Audit

Menurut DeAngelo (1981) dalam Christiani & Nugrahanti (2014), kualitas audit adalah kemungkinan auditor menemukan dan melaporkan salah saji material dalam audit yang dilakukannya. Audit mempunyai peranan dalam mengurangi terjadinya asimetri informasi antara manajemen dengan pemegang saham. Auditor eksternal berperan untuk melakukan pemeriksaan dan validasi atas laporan keuangan yang dibuat oleh perusahaan.

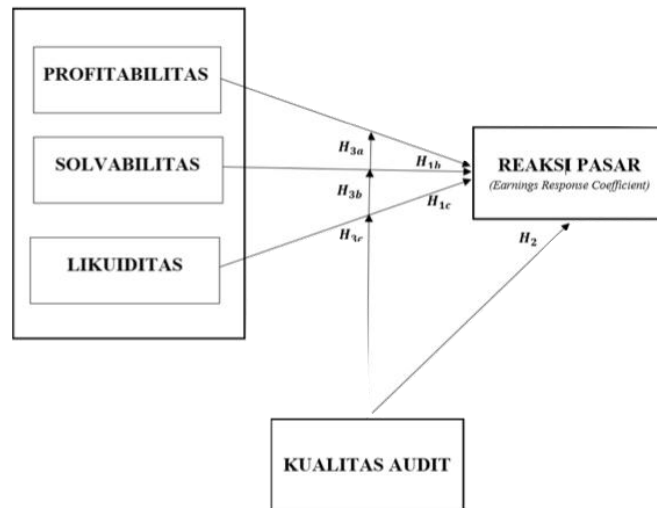
Menurut Nugroho & Ratnaningsih (2015), jasa audit akan memberikan dampak terhadap kepercayaan pengguna laporan keuangan. Sependapat dengan hal itu, Rahayu & Darmawati (2011) juga menyatakan pemakai laporan keuangan lebih percaya dengan laporan keuangan diaudit oleh auditor berkualitas tinggi, karena auditor berkualitas tinggi dianggap akan selalu berusaha mempertahankan kredibilitasnya, sehingga lebih berhati-hati dalam melakukan proses audit untuk mendeteksi salah saji maupun tindak kecurangan.

Kualitas audit dapat dinilai dengan predikat spesialisasi industri maupun reputasi nama baik auditor. Kualitas audit dalam penelitian ini dikaji dari auditor's brand name atau nama baik auditor dengan indikasi Big Four & Non-Big Four.

Kualitas laporan keuangan perusahaan seringkali dikaitkan dengan reputasi dan kredibilitas kantor akuntan yang memeriksanya. Dalam penelitian ini, kualitas audit didasarkan pada efektivitas proses audit dan kemampuannya dalam mencegah atau mendeteksi manajemen laba yang mungkin dilakukan perusahaan. Herusetya (2009) menyebutkan bahwa semakin besar ukuran KAP, akan semakin baik kualitas audit perusahaan. Hal tersebut didasari pada kemampuan menghasilkan pelaporan keuangan yang lebih berkualitas dimana bertujuan untuk melindungi reputasi nama KAP

Pengembangan Hipotesis Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kinerja keuangan perusahaan dengan proksi profitabilitas, solvabilitas dan likuiditas terhadap reaksi pasar (*Earnings Response Coefficient*) dengan kualitas audit sebagai moderasinya. Penulis menyusun kerangka pemikiran sebagai mana diilustrasikan dalam **Gambar 1** pada halaman berikut. Kerangka penelitian tersebut menjelaskan bahwa penelitian ini menggunakan satu variabel dependen yaitu reaksi pasar yang diukur dengan pemodelan *Earnings Response Coefficient*, serta variabel independen yaitu kinerja keuangan perusahaan dengan proksi profitabilitas, solvabilitas dan likuiditas, lalu kualitas audit sebagai variabel moderasi dan independen. Hipotesis penelitian yang terbangun untuk kerangka penelitian di atas adalah sebagai berikut.



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

Kinerja Keuangan dan Reaksi Pasar (Earnings Response Coefficient)

Profitabilitas merupakan salah satu cara untuk mengukur kinerja suatu perusahaan dengan melihat apakah perusahaan menghasilkan keuntungan atau laba dalam upaya meningkatkan nilai saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan laba akuntansi diharapkan akan memberikan tingkat profitabilitas yang tinggi di masa yang akan datang. ERC akan menjadi lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki pertumbuhan laba akuntansi (Scott, 2015). Hal itu berarti bahwa semakin tinggi pertumbuhan laba suatu perusahaan, maka ERC akan meningkat pula.

Peneliti sebelumnya Kusumawardhani & Setiyo (2010), menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap Earnings Response Coefficient. Sementara menurut peneliti lainnya Fitri (2013), profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Earnings Response Coefficient. Menurutnya ROA tidak terlalu dipertimbangkan oleh investor dalam pengambilan keputusan karena investor lebih berfokus pada bagaimana tingkat pengembalian nilai investasi dibanding tingkat profitabilitas yang diukur berdasarkan ROA. Selain itu, Dewi & Sitinjak (2009), menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap Earnings Response Coefficient. Hal tersebut didasari pada perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi tidak selalu menjamin bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik, kemudian dengan tingginya tingkat profitabilitas maka dapat menimbulkan kecurigaan mengenai manajemen laba ataupun manipulasi data.

Dengan demikian, penelitian ini menguji hubungan profitabilitas terhadap Earnings Response Coefficient. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi dalam satu periode akan membuat investor akan menimbulkan suatu respon dari pasar, sehingga pada saat pengumuman laba respon pasar menjadi relatif tinggi. Respon pasar yang relatif tinggi ini akan mencerminkan bahwa laba suatu memiliki dampak akan penilaian kualitas suatu perusahaan.

Solvabilitas mengacu pada sejauh mana perusahaan memanfaatkan pinjaman uang (pembiayaan utang) untuk meningkatkan profitabilitas dan diukur dengan total kewajiban terhadap ekuitas (Alkhatib, 2012). Salah satu cara untuk mengukur solvabilitas adalah melalui debt to equity ratio (Berk et al., 2015).

Debt to equity ratio adalah rasio generik yang melihat solvabilitas jangka panjang. Jika rasio ini tinggi, artinya kreditor memasok sebagian besar dari semua sumber daya yang

digunakan oleh perusahaan. Hal ini membuat perusahaan lebih sulit untuk meminjam lebih banyak, apabila memang diperlukan (Finkler et al., 2019).

Debt to equity ratio yang tinggi merefleksikan risiko perusahaan yang relatif tinggi dalam kemampuan perusahaan membayar hutang, sehingga investor cenderung menghindari perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi atau tingkat DER yang tinggi (Atidhira & Yustina, 2017). Dengan demikian, apabila dihubungkan dengan signalling theory, maka perusahaan dengan tingkat solvabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal negatif kepada investor, sehingga menyebabkan investor meragukan kualitas laba perusahaan dan menimbulkan respon pasar yang relatif rendah, sehingga menurunkan harga saham meskipun prospek perusahaan bagus kedepannya (Brigham & Houston, 2004).

Peneliti sebelumnya Lukman (2012) dan Kurniawati (2014), menemukan bahwa solvabilitas berpengaruh positif terhadap Earnings Response Coefficient karena adanya anggapan bahwa apabila terjadinya peningkatan laba, yang diuntungkan adalah debtholders, bukan stakeholders karena pada penyelesaian klaim, diketahui bahwa harus didahulukan pembayaran utang daripada pembagian dividen. Sementara peneliti lainnya Dewi & Putra (2017) dan Paramita (2012), menyatakan bahwa solvabilitas berpengaruh negatif terhadap Earnings Response Coefficient. Tingginya tingkat solvabilitas mengakibatkan investor takut berinvestasi di perusahaan tersebut, karena investor tidak ingin mengambil risiko yang besar, sehingga pada saat pengumuman laba mengakibatkan respon pasar menjadi relatif rendah. Respon pasar yang relatif rendah ini akan mencerminkan bahwa laba suatu perusahaan kurang atau tidak berkualitas. Dengan demikian semakin besar tingkat solvabilitas maka semakin rendah kualitas laba suatu perusahaan. Adapun Delvira & Nelvrita (2013), menemukan bahwa solvabilitas tidak berpengaruh terhadap Earnings Response Coefficient karena tingkat solvabilitas yang dikatakan dapat menyebabkan risiko kebangkrutan spesifik untuk tiap-tiap perusahaan. Tidak selalu penggunaan hutang pada sumber dana perusahaan akan dapat menimbulkan kebangkrutan.

Dengan demikian, penelitian ini menguji hubungan DER sebagai ukuran dari solvabilitas terhadap Earnings Response Coefficient karena perusahaan dengan hutang yang tinggi akan membuat investor tidak percaya dan takut untuk melakukan investasi, sehingga pada saat pengumuman laba mengakibatkan respon pasar menjadi relatif rendah. Respon pasar yang relatif rendah ini akan mencerminkan bahwa kinerja keuangan suatu perusahaan kurang baik.

Kieso et al., (2014) menyebut likuiditas sebagai kemampuan suatu perusahaan membayar kewajiban keuangan yang berjangka pendek atau yang sudah jatuh tempo. Semakin tinggi angka rasio likuiditas, maka akan semakin baik bagi investor. Putri & Christiawan (2014) dalam penelitiannya membuktikan bahwa perusahaan yang diminati investor adalah perusahaan yang memiliki rasio likuiditas yang tergolong tinggi untuk standar perusahaan yang sejenis. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa ketika laba perusahaan diumumkan secara terbuka, maka pasar akan memberi respon yang positif terhadap laba perusahaan tersebut. Kuat atau lemahnya reaksi dari pasar modal terhadap laporan atau informasi keuntungan akan terlihat dari tinggi atau rendahnya Earnings Response Coefficient. Apabila Earnings Response Coefficient memiliki nilai yang tinggi, artinya laba perusahaan berkualitas baik.

Peneliti sebelumnya Saraswati (2017) serta Dewi & Idawati (2017), mengemukakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap Earnings Response Coefficient karena perusahaan yang likuiditasnya tinggi memiliki aset lancar yang banyak, bisa digunakan untuk berinvestasi, sehingga menaikkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi juga bisa dibilang perusahaan yang jauh dari kebangkrutan. Hasil penelitian ini juga didukung Yuliafitri & Melinda (2018), yang juga mengemukakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap Earnings Response Coefficient. Namun, Ardianti (2018), menemukan adanya hubungan negatif antara likuiditas dan Earnings Response Coefficient karena semakin tinggi

likuiditas, perusahaan semakin tidak mampu untuk mengelola aset lancarnya dengan baik, sehingga kinerja keuangan menurun, dan reaksi pasar juga ikut turun. Sementara peneliti lainnya, Dira & Astika (2014), menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh secara signifikan. Dengan demikian, penelitian ini menguji hubungan likuiditas terhadap Earnings Response Coefficient karena perusahaan yang likuiditasnya tinggi lebih bisa dipercaya kreditur jika seandainya perusahaan mengajukan pinjaman, serta risiko perusahaan untuk bisa membayar kembali lebih besar dibanding tidak bisa membayar.

Bedasarkan penjelasan tersebut berikut adalah hipotesis mengenai kinerja keuangan dengan reaksi pasar:

H1a: Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar.

H1b: Solvabilitas berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.

H1c: Likuiditas berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

Kualitas Audit dan Reaksi Pasar (Earnings Response Coefficient)

Kualitas audit merupakan salah satu cara untuk mengukur kinerja suatu perusahaan dimana melihat apakah perusahaan menghasilkan keuntungan atau laba dalam upaya meningkatkan nilai saham yang dimiliki oleh pemegang sahamnya. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan laba akuntansi diharapkan akan memberikan tingkat profitabilitas yang tinggi di masa yang akan datang. ERC akan lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki pertumbuhan laba akuntansi (Scott, 2015). Artinya, semakin tinggi pertumbuhan laba suatu perusahaan semakin meningkat maka profitabilitas maka ERC akan meningkat pula.

Peneliti sebelumnya Zakaria & Daud (2013), membuktikan bahwa kualitas audit memiliki pengaruh positif terhadap Earnings Response Coefficient karena kualitas audit penting dalam menentukan kualitas laba, dan kualitas laba yang lebih baik dapat menghasilkan Earnings Response Coefficient yang lebih tinggi. Penelitian ini didukung juga dengan penelitian Lucyanda & Nahomy (2017), yang mengungkapkan hasil serupa. Okolie (2014) juga menemukan bahwa kualitas audit memiliki pengaruh positif terhadap Earnings Response Coefficient karena pasar lebih percaya dengan laporan keuangan yang diaudit oleh auditor yang kualitasnya lebih tinggi. Dengan mengurangi asimetri informasi, Earnings Response Coefficient dapat ditingkatkan, sehingga bisa menaikkan harga saham. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian dari Teoh dan Wong (1993).

Sementara itu, menurut Dedi & Dwitayanti (2011), kualitas audit tidak mempengaruhi Earnings Response Coefficient, karena investor hanya menggunakan laporan keuangan untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga peran auditor hanya menilai kewajaran laporan keuangan. Lalu, menurut Kristanti & Almilia (2019), kualitas audit tidak mempengaruhi Earnings Response Coefficient, karena kualitas audit bukanlah penentu respon investor terhadap laba. Penelitian-penelitian ini juga didukung oleh Mulyani Et al. (2007), dimana investor hanya memperhatikan nilai laba yang terpapar di laporan keuangan tanpa mepedulikan akurasinya.

Dengan demikian, penelitian ini menguji hubungan kualitas audit terhadap Earnings Response Coefficient karena perusahaan yang kualitas auditnya lebih tinggi, informasi yang didapat investor lebih terpercaya. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2: Kualitas audit memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar

Kualitas Audit dan Hubungan Kinerja Keuangan dengan Reaksi Pasar (Earnings Response Coefficient)

Menurut Arens et al. (2017), audit adalah kegiatan mengumpulkan dan mengevaluasi bukti tentang informasi untuk menentukan dan melaporkan apakah informasi ini sesuai dengan fakta atau tidak. Menurut Li (2004) dalam Praptitorini & Januarti (2011), investor sendiri lebih percaya dengan laporan keuangan yang diaudit dengan kualitas tinggi. Anjelica & Prasetyawan (2014) menyatakan bahwa kualitas audit berpengaruh positif terhadap Earnings Response

Coefficient dimana dalam penelitiannya digunakan ERC sebagai proksi reaksi pasar. Hal ini disebabkan investor yang menganggap audit dari KAP Big 4 lebih berkualitas dibandingkan Non-Big 4.

Sementara itu, peneliti lainnya Willjayanti (2012), menyatakan bahwa kualitas audit tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Earnings Response Coefficient. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Mulyani et al. (2007) yang menyebutkan bahwa investor tidak peduli pada ketepatan nilai laba yang tercantum.

Dengan demikian, penelitian ini menguji apakah kualitas audit dapat memperkuat atau memperlemah hubungan profitabilitas, solvabilitas, dan likuiditas terhadap Earnings Response Coefficient. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3a: Kualitas audit memperkuat hubungan positif antara profitabilitas dengan reaksi pasar.

H3b: Kualitas audit memperlemah hubungan hubungan negatif antara solvabilitas dengan reaksi pasar.

H3c: Kualitas audit memperkuat hubungan positif antara likuiditas dengan reaksi pasar.

3. METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Untuk menguji **Hipotesis 1.a., Hipotesis 1.b., Hipotesis 1.c.** dan **Hipotesis 2**, apakah informasi kinerja keuangan perusahaan dan kualitas audit memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar, penelitian ini meregresikan CAR (*cumulative abnormal return*) terhadap interaksi antara UE (*unexpected earnings*) dan kinerja keuangan dan kualitas audit. Secara lengkap model penelitian yang digunakan untuk menguji **Hipotesis 1.a., Hipotesis 1.b., Hipotesis 1.c.** dan **Hipotesis 2** adalah sebagai berikut:

$$CAR = \alpha + \beta_1 UE + \beta_2 AQ + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 CR + \beta_6 UE*ROA + \beta_7 UE*LEV + \beta_8 UE*CR + \beta_9 UE*AQ + e$$

Sementara itu, untuk menguji **Hipotesis 3.a., Hipotesis 3.b. Hipotesis 3.c.**, apakah *audit quality* memiliki pengaruh moderasi pada hubungan antara kinerja keuangan perusahaan dan reaksi pasar, penelitian ini meregresikan CAR (*cumulative abnormal return*) terhadap interaksi antara UE (*unexpected earnings*) dan kinerja keuangan dan kualitas audit. Secara lengkap model penelitian yang digunakan untuk menguji **Hipotesis 3.a., Hipotesis 3.b., Hipotesis 3.c.** adalah sebagai berikut:

$$CAR = \alpha + \beta_1 UE + \beta_2 AQ + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 CR + \beta_6 UE*ROA + \beta_7 UE*LEV + \beta_8 UE*CR + \beta_9 UE*AQ + \beta_{10} UE*ROA*AQ + \beta_{11} UE*LEV*AQ + \beta_{12} UE*CR*AQ + e$$

Enam variabel utama dalam penelitian ini adalah **CAR** (*cumulative abnormal return*), **UE** (*unexpected earnings*), **ROA** (*return on assets*), **LEV** (*leverage*), **CR** (*current ratio*), dan **AQ** (*audit quality*). CAR dan UE merupakan bagian dari pemodelan ERC, di mana CAR adalah akumulasi *abnormal return* untuk masa satu tahun (12 bulan) dan UE adalah selisih laba yang terealisasi dengan laba yang diharapkan oleh pasar. ROA, LEV dan CR merupakan proksi dari kinerja keuangan perusahaan, di mana ROA adalah laba bersih perusahaan dibagi total aset, LEV adalah total hutang dibagi dengan total ekuitas dan CR adalah hutang jangka pendek dibagi dengan total aset jangka pendek. Sementara itu, kualitas audit dilihat dari apakah perusahaan diaudit oleh KAP Big Four atau tidak dengan asumsi bahwa perusahaan yang diaudit oleh KAP Big Four memiliki kualitas audit yang lebih tinggi. Untuk itu, AQ merupakan

dummy variable di mana variabel ini diberi nilai 1 jika perusahaan diaudit oleh KAP Big Four dan nilai 0 jika perusahaan tidak diaudit oleh KAP Big Four.

Titik perhatian penelitian ini diberikan pada koefisien-koefisien β_6 , β_7 , β_8 , β_9 pada **Model 1** dan β_{10} , β_{11} , β_{12} pada **Model 2**. Koefisien β_6 , β_7 , β_8 pada Model 1 menunjukkan pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar dan β_9 menunjukkan pengaruh kualitas audit terhadap reaksi pasar. Sementara itu, koefisien β_{10} , β_{11} , β_{12} pada Model 2 menunjukkan ada tidaknya perbedaan pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar pada tingkatan *audit quality* yang berbeda. Penelitian ini memprediksi bahwa koefisien β_6 , β_7 , β_8 , β_9 pada Model 1 masing-masing akan positif, negatif, positif dan positif. Kemudian, penelitian ini juga menduga bahwa koefisien β_{10} , β_{11} , β_{12} pada Model 2 akan positif signifikan yang berarti bahwa pengaruh positif/negatif kinerja keuangan terhadap reaksi pasar semakin kuat/lemah pada tingkatan *audit quality* yang lebih tinggi.

Data Sampel dan Teknik Analisis Data

Populasi untuk penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang sudah *go public* dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari populasi tersebut diambil 60 perusahaan sampel dari sektor industri manufaktur. Pemilihan sampel ini dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria pemilihan mencakup: tercatat sebagai emiten pada BEI (sebelumnya Bursa Efek Jakarta) minimal sejak tahun 2002, tidak pernah mengalami *delisting* dari BEI (BEJ), laporan tahunan (*annual report*) tersedia, data untuk seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian tersedia. Untuk 60 perusahaan sampel tersebut, penelitian ini menggunakan data tahun 2016, 2017 dan 2018 dengan jumlah observasi penelitian final mencapai 169 *firm year*.

Penelitian ini menggunakan metode OLS (*Ordinary Least Square*) dalam menguji hipotesis penelitian. Metode ini mengasumsikan bahwa data penelitian terbebas dari masalah normalitas, otokorelasi, heteroskedastisitas, linearitas dan multikolinearitas sehingga akan menghasilkan BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), estimator yang linear, tidak bias dan mempunyai varian yang minimum (Widarjono, 2010). Pengujian atas asumsi klasik memperlihatkan adanya masalah-masalah normalitas, multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Atas masalah asumsi klasik ini, penelitian ini tidak melakukan *treatment* dan hanya mengungkapkannya sebagai keterbatasan penelitian.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 di bawah ini memperlihatkan statistik deskriptif untuk 60 perusahaan sampel (178 *firm year*). Untuk periode 2016-2018 perusahaan sampel memperoleh *cumulative abnormal return* rata-rata yang positif sebesar 0,092 yang merupakan respon yang positif terhadap kejutan laba akuntansi (*unexpected earning*) yang juga positif dengan rata-rata 0,126. Kemudian, profitabilitas, solvabilitas dan likuiditas perusahaan sampel menunjukkan rata-rata masing-masing 0,172, 1,915 dan 2,146. Sementara itu, dari total sampel 169 *firm year* hanya sebanyak 42,60 persen (72 *firm year*) yang diaudit oleh KAP Big Four sehingga sebanyak 57,40 persen (92 *firm year*) diaudit oleh bukan KAP Big Four.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Untuk Sampel 60 Perusahaan (169 observasi)

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
Variabel Dependen:				
CAR	-0,715	1,610	0.092	0.361
Variabel Independen:				
UE	-1,627	2,978	0.126	1,005

ROA	-0,195	1,103	0.172	0.261
LEV	0,003	162,191	1,915	12,484
CR	0,145	8,638	2,146	1,728
AQ	0	1	0,426	0,496

Definisi variabel:

- CAR = *Cumulative Abnormal Return*, yang merupakan jumlah akumulasi abnormal return untuk periode 12 bulan.
- UE = *Unexpected Earnings*, merupakan selisih antara laba yang direalisasikan dengan laba yang diharapkan (kejutan laba akuntansi)
- ROA = *Return on Asset*, merupakan ukuran kinerja keuangan perusahaan dengan rumus laba bersih dibagi total aset (Net Income/Total Assets)
- LEV = *Leverage*, merupakan tingkat leverage perusahaan yang dikur dengan proporsi hutang terhadap total ekuitas (Debt/Total Equity).
- CR = *Current Ratio*, merupakan ukuran likuiditas perusahaan yang diukur dengan membagi total hutang lancar dengan total aset lancar (Current Liabilities/Current Assets)
- AQ = *Audit Quality*, yang merupakan *dummy variable*, di mana nilai 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big Four dan nilai 0 selain itu.

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 2 di bawah ini menyajikan hasil pengujian seluruh hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Model 1 memiliki nilai R square atau koefisien determinasi sebesar 0,110 yang berarti bahwa 11,00 persen variasi dari Cumulative Abnormal Return dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model. Dengan kata lain, 11,00 persen perubahan akumulasi abnormal return dapat dijelaskan oleh kejutan laba akuntansi, kinerja keuangan dan kualitas audit sedangkan sisanya (89,00 persen) dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian. Kemudian, pengujian signifikansi memberikan nilai F hitung sebesar 2.190 dengan tingkat signifikansi 0,025. Besaran ini menunjukkan bahwa pada $\alpha=5$ persen, model regresi dapat dipakai untuk memprediksi Cumulative Abnormal Return atau dapat dikatakan bahwa variabel independent secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap Cumulative Abnormal Return. Sementara itu, Model 2 juga menunjukkan hasil yang tidak terlalu berbeda dengan r^2 sebesar 13,90 persen dan nilai F hitung sebesar 2.909 (signifikansi 0.020).

Tabel 2
Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Tabel ini memperlihatkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan observasi sebanyak $n=169$. Model penelitian yang diuji adalah sebagai berikut:

Model 1

$$CAR = \alpha + \beta_1 UE + \beta_2 AQ + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 CR + \beta_6 UE*ROA + \beta_7 UE*LEV + \beta_8 UE*CR + \beta_9 UE*AQ + e$$

Model 2

$$CAR = \alpha + \beta_1 UE + \beta_2 AQ + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 CR + \beta_6 UE*ROA + \beta_7 UE*LEV + \beta_8 UE*CR + \beta_9 UE*AQ + \beta_{10} UE*ROA*AQ + \beta_{11} UE*LEV*AQ + \beta_{12} UE*CR*AQ + e$$

	Model 1			Model 2		
	Koefisien	Nilai t	Sig.	Koefisien	Nilai t	Sig.
Intersep (Konstanta)	0,190	3,739	***0,000	0,173	3,381	***0,000
UE	-0,017	-0,182	0,855	-0,004	-0,040	0,968
AQ	0,001	0,021	0,983	-0,051	-0,790	0,431
ROA	-0,262	-2,285	**0,024	-0,262	-2,269	**0,025
LEV	0,001	0,536	0,593	-0,002	0,711	0,478
CR	-0,024	-1,415	*0,159	-0,017	-0,962	0,337
UE*ROA	-0,053	-0,169	0,866	-0,085	-2,249	0,804

UE*LEV	-0,084	-1,428	*0,155	-0,107	-1,783	**0,076
UE*CR	0,012	0,325	0,746	0,018	0,464	0,643
UE*AQ	0,091	1,491	*0,138	-0,016	-0,155	0,879
UE*ROA*AQ				0,497	0,507	0,613
UE*LEV*AQ				0,759	2,227	**0,027
UE*CR*AQ				0,120	-1,062	0,290
F Value	2.190 (0.025)			2.090 (0.020)		
R Square	0.110			0.139		

Definisi variabel:

- CAR = *Cumulative Abnormal Return*, yang merupakan jumlah akumulasi abnormal return untuk periode 12 bulan.
- UE = *Unexpected Earnings*, merupakan selisih antara laba yang direalisasikan dengan laba yang diharapkan (kejutan laba akuntansi)
- ROA = *Return on Asset*, merupakan ukuran kinerja keuangan perusahaan dengan rumus laba bersih dibagi total aset (Net Income/Total Assets)
- LEV = *Leverage*, merupakan tingkat leverage perusahaan yang dikur dengan proporsi hutang terhadap total ekuitas (Debt/Total Equity).
- CR = *Current Ratio*, merupakan ukuran likuiditas perusahaan yang diukur dengan membagi total hutang lancar dengan total aset lancar (Current Liabilities/Current Assets)
- AQ = *Audit Quality*, yang merupakan *dummy variable*, di mana nilai 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big Four dan nilai 0 selain itu.

- * Signifikan pada $\alpha=10\%$
 ** Signifikan pada $\alpha=5\%$
 *** Signifikan pada $\alpha=1\%$

Pengujian atas hipotesis penelitian ini difokuskan pada koefisien-koefisien β_6 , β_7 , β_8 , β_9 pada **Model 1** dan β_{10} , β_{11} , β_{12} pada **Model 2**. Koefisien β_6 , β_7 , β_8 pada Model 1 menunjukkan pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar dan β_9 menunjukkan pengaruh kualitas audit terhadap reaksi pasar. Sementara itu, koefisien β_{10} , β_{11} , β_{12} pada Model 2 menunjukkan ada tidaknya perbedaan pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar pada tingkatan *audit quality* yang berbeda.. **Tabel 2** memperlihatkan bahwa aspek-aspek yang terkait leverage dan kualitas audit yang mendukung hipotesis penelitian.

Koefisien β_6 , β_7 , β_8 pada Model 1 menunjukkan pengaruh pemberian informasi kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa pada sampel perusahaan yang diuji hanya informasi mengenai solvabilitas perusahaan yang mempengaruhi reaksi pasar. Koefisien β_7 menunjukkan angka negatif dan signifikan pada $\alpha=10$ persen (hasil pengujian two-tails menunjukkan angka 0,155 yang kalau diubah menjadi one-tail angka signifikan menjadi 0,077 dan berada di bawah $\alpha=10$ persen), yang menunjukkan bahwa informasi mengenai solvabilitas direspon secara negatif oleh pasar modal. Dengan demikian, hanya **Hipotesis 1.b.** penelitian ini didukung sedangkan **Hipotesis 1.a.** dan **Hipotesis 1.c.** ditolak.

Hasil pengujian untuk aspek profitabilitas ini (Hipotesis 1.a.) bertentangan dengan hasil penelitian Kusumawardhani & Setiyo (2010), yang menyatakan bahwa profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh signifikan terhadap Earnings Response Coefficient. Pamungkas (2014), juga menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap koefisien respon laba. Hal yang mendasari penelitian tersebut adalah bahwa tujuan utama investor melakukan investasi adalah untuk memperoleh pendapatan yang besar.

Namun demikian, hasil pengujian untuk aspek profitabilitas dalam penelitian ini mendukung penelitian Fitri (2013), yang menemukan bahwa profitabilitas (ROA) tidak mempengaruhi reaksi pasar karena investor tidak menggunakan profitabilitas sebagai dasar

pengukuran. Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi & Yadnyana (2019), yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi Earnings Response Coefficient, dengan kata lain tingkat profitabilitas tidak mempengaruhi reaksi pasar hal ini dikarenakan perusahaan yang mampu menghasilkan laba besar belum tentu dapat menjamin bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik. Hal tersebut disebabkan adanya kemungkinan praktik manajemen laba sehingga membuat investor tidak terlalu memperhatikan tingkat profitabilitas. Antasari & Arfan (2008), juga menyatakan bahwa pengaruh tingkat profitabilitas sangat lemah terhadap ERC, sehingga menunjukkan bahwa dapat dikatakan keberadaan tingkat profitabilitas yang tinggi tidak diperhatikan oleh pihak yang menggunakan informasi laporan keuangan, sehingga pasar tidak memberikan reaksi atau respon yang signifikan.

Untuk aspek solvabilitas (Hipotesis 1.b.), hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Delvira & Nelvrita (2013), dimana disimpulkan bahwa Leverage tidak berpengaruh terhadap Earnings Response Coefficient (ERC) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hal tersebut didasari karena tidak semua hutang akan menyebabkan kebangkrutan suatu perusahaan. Penelitian ini juga bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Paramita (2012), dimana penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak adanya hubungan signifikan antara leverage dengan earnings responses\ coefficient hal ini didasari atas pemegang saham cenderung melihat bagaimana pendapatan yang akan dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Firmansyah & Herawaty (2016), yang menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara leverage dengan Earnings Response Coefficient hal ini didasari bahwa investor tidak memperhatikan leverage dalam berinvestasi.

Namun demikian, hasil pengujian untuk aspek solvabilitas ini mendukung hasil penelitian Etty (2008) di mana disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif dari leverage terhadap Earnings Response Coefficient. Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Rajagukguk (2017), yang menyatakan bahwa Rasio leverage semakin tinggi maka semakin besar risiko bagi pemberi kredit. Hal tersebut didasari oleh kinerja karyawan akan menurun dikarenakan pemotongan insentif oleh perusahaan dimana bertujuan untuk menekan biaya dan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang. Hasil penelitian ini kembali didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Fah & Huei (2016), dalam penelitian ini dinyatakan bahwa leverage pada dasarnya memang memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap reaksi atau respon pasar.

Hasil pengujian untuk Hipotesis 1.c. bertentangan dengan hasil penelitian Dewi & Idawati (2017), yang menyatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap Earnings Response Coefficient. Penelitian tersebut menyatakan bahwa likuiditas perusahaan merupakan suatu bahan pertimbangan yang penting bagi pihak kreditur dan investor. Secara teori perusahaan yang memiliki likuiditas yang rendah sering dianggap sebagai perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi. Penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian Saraswati (2017), yang menekankan bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan positif bagi reaksi pasar.

Namun demikian, hasil untuk aspek likuiditas dalam penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dira & Astika (2014), yang menyatakan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap Earnings Response Coefficient. Demikian pula penelitian yang dilakukan Laorens (2019), yang menyatakan bahwa likuiditas tidak memiliki hubungan dengan Earnings Response Coefficient. Hasil penelitian tersebut didasari pada hutang atau kewajiban jangka pendek tidak memiliki hubungan dengan Earnings Response Coefficient.

Koefisien β_9 pada Model 1 menunjukkan angka positif dan signifikan pada $\alpha=10$ persen (hasil pengujian two-tails menunjukkan angka 0,138 yang kalau diubah menjadi one-tail angka signifikan menjadi 0,069 dan berada di bawah $\alpha=10$ persen). Hal ini berarti **Hipotesis 2**

didukung oleh hasil penelitian ini. Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa pasar modal memberikan respon yang lebih positif untuk perusahaan-perusahaan yang diaudit oleh KAP Big Four dibandingkan perusahaan-perusahaan yang diaudit oleh bukan KAP Big Four.

Hasil pengujian untuk aspek kualitas audit ini bertentangan dengan hasil penelitian Dedi & Dwitayanti (2011), yang menyatakan bahwa kualitas audit tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulyani et al., (2007), yang menyatakan bahwa auditor memiliki peran hanya sebagai pihak independen antara perusahaan dengan investor sehingga investor tidak akan memperhatikan apakah laporan keuangan tersebut telah diaudit auditor yang berkualitas atau yang tidak berkualitas. Namun demikian, hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian Zakaria & Daud (2013), yang menyatakan bahwa kualitas audit itu penting dalam penentuan kualitas laba dan kualitas laba yang lebih baik dapat memberikan Earnings Response Coefficient yang lebih baik. Penelitian ini juga sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Okolie (2014), yang menyatakan bahwa kualitas audit memiliki pengaruh positif terhadap earnings response coefficient karena pasar cenderung lebih percaya dengan laporan keuangan yang diaudit oleh auditor yang memiliki kualitas yang baik.

Sementara itu, koefisien β_{10} , β_{11} , β_{12} pada Model 2 menunjukkan ada tidaknya perbedaan pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar pada tingkatan *audit quality* yang berbeda. Dari tiga variabel interaksi yang diuji, hanya variabel interaksi UE*LEV*AQ yang menunjukkan nilai koefisien positif dan signifikan pada $\alpha=5$ persen (hasil pengujian two-tails menunjukkan angka 0,027 yang kalau diubah menjadi one-tail angka signifikan menjadi 0,013 dan berada di bawah $\alpha=5$ persen) sehingga hanya **Hipotesis 3.b.** penelitian ini yang didukung.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kualitas audit hanya mempengaruhi hubungan antara solvabilitas dan reaksi pasar, tetapi tidak pada hubungan kinerja keuangan lainnya dan reaksi pasar. Dalam hal ini, reaksi positif pasar terhadap kualitas audit telah memperlemah hubungan negatif solvabilitas terhadap reaksi pasar. Studi literatur untuk penelitian ini tidak menemukan penelitian-penelitian sebelumnya yang menguji pengaruh moderasi kualitas audit seperti yang dilakukan di dalam penelitian ini. Oleh karena itu, hasil pengujian untuk aspek pengaruh moderasi kualitas audit tidak dapat diperbandingkan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Dengan demikian, bukti parsial dari pengaruh moderasi kualitas audit dari penelitian ini dapat dipandang sebagai kontribusi penelitian ini. Tambahan pula, yang menarik penelitian ini dapat dipandang sebagai kontribusi penelitian. Tambahan pula, yang menarik disimak dari hasil pengujian yang dilakukan adalah konsistensi hasil, di mana pengaruh moderasi kualitas audit hanya ada pada hubungan solvabilitas dan reaksi pasar yang merupakan satu-satunya aspek yang memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi pasar.

Penafsiran atas hasil penelitian ini sebagaimana diuraikan sebelumnya harus dikerangkakan dalam sejumlah keterbatasan penelitian. Penelitian ini menggunakan jumlah sampel yang tidak terlalu besar, kurang dari 20 persen dari seluruh populasi perusahaan *go public* yang terdaftar pada BEI, di luar industri keuangan dan perbankan. Dengan jumlah sampel yang demikian sedikit, generalisasi atas hasil penelitian sebaiknya tidak dilakukan. Di samping itu, pemilihan sampel yang menggunakan *purposive sampling* dapat memunculkan masalah *sample selection bias*. Salah satu bias pemilihan sampel yang dapat terjadi adalah bias yang diakibatkan dari pemilihan sektor industri manufaktur sehingga kemungkinan besar perusahaan sampel adalah perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang cukup besar yang memiliki reputasi yang tidak terpengaruh oleh jenis opini audit yang didapatnya. Terakhir, penelitian ini memiliki masalah asumsi klasik sehingga penafsiran akan hasil pengujian perlu dikerangkakan dalam kondisi BLUE (*best linear unbiased estimator*) tidak tercapai.

5. IKHTISAR HASIL PENELITIAN DAN SIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh capaian kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar modal. Penelitian ini juga menguji apakah pengaruh capaian kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi pasar modal tersebut akan berbeda pada perusahaan-perusahaan dengan tingkatan kualitas audit yang berbeda. Dalam pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan pemodelan *Earnings Response Coefficient* (ERC) untuk meregresikan CAR (*cumulative abnormal returns*) terhadap kinerja keuangan perusahaan (profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas), AQ (*audit quality*) dan interaksi antara kinerja keuangan perusahaan dan AQ (*audit quality*), dengan menggunakan data tahun 2016-2018 untuk 60 perusahaan sampel yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (169 *firm-year*).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pada sampel perusahaan yang dipilih solvabilitas berpengaruh negatif signifikan pada reaksi pasar dan kualitas audit secara signifikan memperlemah hubungan negatif antara solvabilitas dengan reaksi pasar tersebut. Sementara itu, penelitian ini tidak memberikan bukti empiris mengenai pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap reaksi pasar dan pengaruh kualitas audit terhadap hubungan profitabilitas dengan reaksi pasar dan likuiditas dengan reaksi pasar. Dengan demikian, penelitian ini hanya memberikan sebagian bukti empiris pengaruh kinerja perusahaan terhadap reaksi pasar dan pengaruh moderasi kualitas audit dalam hubungan keduanya.

Hasil penelitian ini perlu ditafsirkan secara hati-hati di dalam konteks keterbatasan inheren penelitian ini. Penelitian ini menggunakan jumlah sampel yang sedikit sehingga hasil pengujian tidak dapat digunakan untuk melakukan generalisasi atas hubungan *modified audit opinion*, *borrowing cash flows* dan *audit quality* untuk keseluruhan pasar modal Indonesia. Kemudian, penelitian ini melakukan *treatment* atas masalah normalitas yang menyebabkan berkurangnya jumlah observasi yang valid yang digunakan dalam melakukan pengujian hipotesis.

DAFTAR PUSTAKA

- Alifiana, M., & Praptiningsih. (2016). pengaruh *leverage*, kesempatan bertumbuh dan ukuran perusahaan terhadap koefisien respon laba. *equity*, 19(2).
- Alkhatib, K. (2012). *The Determinants of Leverage of Listed Companies*. *International Journal of Business and Social Science*, 3(24).
- Anjelica, K., & Prasetyawan, A. F. (2014). Pengaruh profitabilitas, umur perusahaan, ukuran perusahaan, kualitas audit, dan struktur modal terhadap kualitas laba. *Ultima Accounting*, 6(1).
- Antasari, M., & Arfan, I. (2008). Pengaruh Ukuran, Pertumbuhan, dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Respon Laba Pada Emiten Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, 1(1).
- Aprianingsih, A., & Yushita, A. N. (2016). Pengaruh penerapan *good corporate governance*, struktur kepemilikan, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perbankan. *Profita*, 4(2).
- Ardianti, R. (2018). Pengaruh alokasi pajak antar periode, persistensi laba, profitabilitas, dan likuiditas terhadap kualitas laba (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun. *Jurnal Akuntansi*, 6(1).
- Arens, A. A., Elder, R. J., & Beasley, M. S. (2017). *Auditing and assurance services*. Pearson Education Limited.
- Arfan, M., & Antasari, I. (2008). Pengaruh ukuran, pertumbuhan, dan profitabilitas perusahaan terhadap koefisien respon laba pada emiten manufaktur di bursa efek jakarta. *jurnal telaah & riset akuntansi*, 1(1).
- Aryan, L. A. (2015). *The Relationship between Audit Committee Characteristics, Audit Firm Quality and Companies' Profitability*. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2).

- Atidhira, A. T., & Yustina, A. I. (2017). *The Influence of Return on Asset, Debt to Equity Ratio, Earnings per Share, and Company Size on Share Return in Property and Real Estate Companies*. *JAAF (Journal of Applied Accounting and Finance)*, 1(2).
- Ayu, R. C., & Istianingsih. (2015). Pengaruh Pengungkapan *Corporate Responsibility* (CSR) dan Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR). *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 11(2).
- Azizah, D. N., & Amanah, L. (2014). Pengaruh kinerja keuangan terhadap reaksi pasar pada perusahaan perbankan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(2).
- Berk, J., Demarzo, P., & Harford, J. (2014). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson.
- Block, S. B., Hirt, G. A., & Danielsen, B. R. (2011). *Foundations of financial management*. Mcgraw-Hill Ryerson.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of financial management*. Thomson South-Western.
- Budiwibowo, S. (2013). Analisis rasio keuangan sebagai alat ukur kinerja perusahaan pada PT astalia millenia educatindo cabang madiun. *assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan*, 2(1).
- Choriliyah, S., Sutanto, H. A., & Hidayat, D. S. (2016). Reaksi pasar modal terhadap penurunan harga bahan bakar minyak (bbm) atas saham sektor industri transportasi di bursa efek indonesia. *Journal of Economic Education*, 5(1).
- Christiani, I., & Nugrahanti, Y. W. (2014). Pengaruh Kualitas Audit Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 16(1).
- Christiningrum, M., Subhan, A., Damayanti, A. (2019). Analisis Pengaruh Risiko Litigasi dan Risiko Bisnis Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC) dengan Kualitas Audit Sebagai Faktor Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah Bisnis, Pasar Modal, dan UMKM Institut Bina Nusantara*, 9(1).
- Dedi, I. K. A., & Dwitayanti, Y. (2011). Analisis pengaruh kualitas auditor terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia (BEI). *Informatics & Business Institute Darmajaya*, 9(1).
- Delvira, M., & Nelvrita. (2013). Pengaruh risiko sistematis, *leverage* dan persistensi laba terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC) (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di BEI Tahun 2008-2010). *Jurnal WRA*, 1(1). Jurnal WRA.
- Dewi, A. A. P. K., & Putra, I. M. P. D. (2017). Pengaruh *leverage* dan ukuran perusahaan pada *Earnings Response Coefficient*. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 19(1).
- Dewi, D. M. (2015). The Role of CSRD on Company's Financial Performance and *Earnings Response Coefficient* (ERC). *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211.
- Dewi, I. G. A. R. P., & Idawati, P. D. P. (2017). Pengaruh likuiditas terhadap ketepatanwaktuan pelaporan keuangan dan dampaknya pada *earnings response coefficient*. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis Volume*, 2(1).
- Dewi, R. R., & Sitinjak, M. (2009). Analisis pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *earning response coefficient* dengan *corporate social responsibility* sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia. *jurnal informasi, perpajakan, akuntansi dan keuangan publik*, 4(2).
- Dewi, S. N., & Yadnyana, I. K. (2019). Pengaruh Profitabilitas dan *Leverage* Pada *Earning Response Coefficient* dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi*, 26(3).
- Dira, K. P., & Astika, I. B. P. (2014). Pengaruh struktur modal, likuiditas, pertumbuhan laba, dan ukuran perusahaan pada kualitas laba. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(1).
- Fah, C. F., & Huei, T. S. (2016). Effect of voluntary disclosure on earning response controlling for profitability, *leverage* and size. *UNIMAS Review of Accounting and Finance*, 1(1).

- Fahmi, I. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta.
- Fajar, D. R., & Hapsari, D. W. (2016). Pengaruh *corporate social responsibility*, ukuran perusahaan, struktur modal, dan profitabilitas terhadap *Earnings Response Coefficient* (Studi Empiris pada Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Periode 2010-2014). *E-Proceeding of Management*, 3(2)
- Finkler, S. A., Calabrese, T. D., & Ward, D. M. (2019). *Accounting fundamentals for health care management*. Jones & Bartlett Learning.
- Firmansyah, A., & Herawaty, V. (2016). Pengaruh *income smoothing*, kebijakan deviden, *leverage* dan ukuran perusahaan terhadap *Earnings Response Coefficient* dan *future Earnings Response Coefficient*. *jurnal informasi, perpajakan, akuntansi, dan keuangan publik*, 11(1).
- Firth, M. 1978. *Qualified Audit Reports: Their Impact on Investment Decisions*. The Accounting Review, 53 (3), 642-650.
- Fitri, L. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kesempatan Bertumbuh, dan Profitabilitas Terhadap *Earnings Response Coefficient*. Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2008-2011, 1(1).
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisa Multivariate dengan Program IBM SPSS 25 Edisi 9*. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Gomez-Guillamon, A. Durendez. 2003. *The Usefulness of the Audit Report in Investment and Financing Decisions*. Managerial Auditing Journal, 18, 549-559.
- Gujarati, D. 2009. *Basic Econometrics*. 5th edition. New York: McGraw-Hill Book Co.
- Hadya, R. (2014). *Earning surprise*, ketepatan waktu pengumuman laporan keuangan dan reaksi pasar. *Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi*, 1(2).
- Hastings, C., Mosteller, F., Tukey, J. W., & Winsor, C. P. (1947). *Low Moments for Small Samples: A Comparative Study of Order Statistics*. *The Annals of Mathematical Statistics*, 18(3), 413–426. <https://doi.org/10.1214/aoms/1177730388>
- Hendrianto. (2012). Tingkat kesulitan keuangan perusahaan dan konservatisme akuntansi di indonesia. 2012, 1(3).
- Hermuningsih, S. (2013). Pengaruh Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Sruktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Herusetya, A. (2009). pengaruh ukuran auditor dan spesialisasi auditor terhadap kualitas laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 6(1), 46–70.
- Hussainey, K. (2009). *The impact of audit quality on earnings predictability*. *Managerial Auditing Journal*, 24(4).
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2011. *Standar Professional Akuntan Publik*. Jakarta: Salemba Empat.
- Istifarda, D. (2015). Pengaruh *Income Smoothing* (Perataan Laba) Terhadap *Earning Response* (Reaksi Pasar) Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Artikale Ilmiah Mahasiswa 2015*.
- Kahar, S. H. A. (2008). Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pendanaan dan deviden. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12(3).
- Kasmir. (2018). *Analisis Laporan Keuangan* (1st ed., Vol. 11). Rajawali Pers.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2014). *Intermediate accounting*. John Wiley & Sons.
- Kristanti, K. D., & Almilia, L. S. (2019). *Factors Affecting Earnings Response Coefficient (ERC) in Manufacturing Companies Listed on BEI*. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 22(02).

- Kurniawati, A. D. (2014). Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *Earnings Response Coefficient*. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 13(25).
- Kusumawardhani, I., & Setiyo, J. (2010). Pengaruh *Corporate Social Responsibility*, Size, dan Profitabilitas Terhadap *Earnings Response Coefficient*. *Kajian Akuntansi*, 5(1).
- Laorens, N. (2019). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *Earnings Response Coefficient* (ERC) pada perusahaan transportasi yang terdaftar di bea tahun. *STIE Perbanas Surabaya*.
- Lucyanda, J., & Nahomy, A. H. (2014). Faktor-faktor yang menentukan *Earnings Response Coefficient*. *Media Riset Akuntansi*, 4(1).
- Ludijanto, S. E., Handayani, S. R., & Hidayat, R. R. (2014). Pengaruh Analisis *Leverage* Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 8(1).
- Lukman, I. (2012). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kesempatan Bertumbuh, dan *Leverage* Terhadap Keresponan Laba pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2009-2012. *Jurnal Akuntansi*, 2(3).
- Martono, & Harjito, A. (2013). *Manajemen Keuangan Edisi ke-2*. Ekonisia.
- Meidona, S., & Yanti, R. (2018). Pengaruh Corporate Governance dan Kualitas Audit Terhadap Kinerja Keuangan pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Indovisi*, 1(1).
- Mokosolang, C., Prang, J., & Mananohas, M. (2015). Analisis Heteroskedastisitas Pada Data Cross Section dengan *White Heteroscedasticity Test* dan *Weighted Least Squares*. *JdC*, 4(2).
- Mulyani, S., Asyik, N. F., & Andayani. (2007). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Earnings Response Coefficient* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 11(1).
- Munawir, D. S. (2014). *Analisa Laporan Keuangan*. Liberty Yogyakarta.
- Murwaningsari, E. (2008). Pengujian simultan: beberapa faktor yang mempengaruhi *earning response coefficient* (ERC). *SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI (SNA)*.
- Nugroho, F. A., & Ratnaningsih, D. (2015). Pengaruh *real earning management* terhadap arus kas operasi perusahaan dengan kualitas audit sebagai variabel moderasi. *MODUS*, 27(1).
- Nurhanifah, Y. A., & Jaya, T. E. (2014). Pengaruh alokasi pajak antar periode, *investment opportunity set* dan likuiditas terhadap kualitas laba. *jurnal ilmiah wahana akuntansi*, 9(2).
- Okolie, A. O. (2013). *Audit Quality and Accrual – Based Earnings Management of Quoted Companies in Nigeria*. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 2(2).
- Olsen, J., Martin, P., Wilson, I. D., & Jones, G. R. (1999). *Methodology for assessing the properties of molecular imprinted polymers for solid phase extraction*. *Analyst*, 124.
- Pamungkas, F. B. (2014). Pengaruh Ukuran KAP, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan *Leverage* Terhadap Koefisien Respon Laba. In *Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2012*.
- Paramita, R. W. D. (2012). Pengaruh *leverage*, *firm size* dan *voluntary disclosure* terhadap *earnings response coefficient* (ERC). *Jurnal WIGA*, 2(2).
- Paramita, R. W. D., & Hidayanti, E. (2013). Pengaruh earnings response coefficient (ERC) terhadap harga saham. *Jurnal WIGA*, 3(1).
- Praptitorini, M. D., & Januarti, I. (2011). analisis pengaruh kualitas audit, *debt default* dan *opinion shopping* terhadap penerimaan opini *going concern*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 8(1).
- Prasetyo, D., Z.A, Z., & Azizah, D. F. (2012). pengaruh keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

- Prastowo, D., & Juliaty, R. (2008). *Analisis Laporan Keuangan Konsep dan Aplikasi*. UPP AMP YKPN.
- PT Bursa Efek Indonesia. (2019). *IDX Fact Book 2019*. Data Services Division Indonesia Stock Exchange.
- Puspitasari, E. (2014). Ruang Lingkup Analisis Laporan Keuangan. In *Analisis Laporan Keuangan*. Universitas Terbuka.
- Putri, R. A., & Christiawan, Y. J. (2014). pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* terhadap pengungkapan corporate social responsibility. *Business accounting review*, 2(1).
- Rahayu, I., & Darmawati, D. (2011). Pengaruh kualitas audit terhadap hubungan earnings management dan return saham. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 11(2).
- Rajagukguk, S. M. (2017). Hubungan Antara *Earnings Response Coefficient* dengan Karakteristik Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Maranatha*, 9(2).
- Safitri, A., Sukarmanto, E., & Fadilah, S. (2016). Pengaruh Perataan Laba dan Pengumuman Informasi Laba Terhadap Reaksi Pasar (Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015). *Prosiding Akuntansi*, 2(2).
- Saraswati, D. (2017). Pengaruh *Leverage*, Risiko Sistematis, Pertumbuhan Penjualan, Kesempatan Bertumbuh, Persistensi Laba, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas Terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC).
- Sartono, R. A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Fakultas Ekonomi UGM.
- Schroeder, R. G., Clark, M., & Cathey, J. M. (2014). *Financial accounting theory and analysis: text and cases*. Wiley.
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory*. Pearson.
- Sebastian, D. (2018). *Pengaruh Perataan Laba dan Pengumuman Informasi Laba Positif Terhadap Reaksi Pasar dengan Mekanisme Tata Kelola Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi*.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach* (7th ed.). Chichester, West Sussex, United Kingdom John Wiley & Sons.
- Setiawan, I. A. (2013). Analisis rasio keuangan untuk mengukur kinerja keuangan PT indocement tunggal prakarsa, Tbk. sebelum dan sesudah akuisisi periode 2007-2011. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 2(1).
- Sholihah, A. M., Hidayati, N., & Mawardi, M. C. (2019). Analisis pengaruh kualitas audit terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia (BEI). *E-JRA*, 8(4).
- Sinaga, N. S. (2014). Analisis pengaruh corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan growth opportunity (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2013). *Diponegoro Journal of Management*, 3(4).
- Sudarmadji, A. M., & Sularto, L. (2007). Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, *leverage*, dan tipe kepemilikan perusahaan terhadap luas *voluntary disclosure* laporan keuangan tahunan. *Proceeding PESAT*, 2.
- Sugiyono. (2015). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Suharli, M. (2005). studi empiris terhadap dua faktor yang mempengaruhi *return* saham pada *industri food & beverages* di bursa efek jakarta. *jurnal akuntansi & keuangan*, 7(2).
- Syamsuddin, L. (2004). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Rajawali Pers.
- Teoh, S. H., & Wong, T. J. (1993). *Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient*. *The Accounting Review*, 68(2).
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., Kieso, D. E., & Wiley, J. (2019). *Financial accounting with international financial reporting standards*. Hoboken, Nj Wiley.

- Widarjono, Agus. 2010. *Analisis Statistika Multivariat Terapan*. Penerbit UPPSTIM YKPN Yogyakarta.
- Wijayanti, R. (2013). *leverage dan firm size terhadap earning response coefficient (ERC) dengan voluntary disclousure sebagai variabel intervening*. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 2(2).
- Willjayanti, D. (2012). *pengaruh struktur modal dan kualitas audit terhadap Earnings Response Coefficient*.
- Wirjono, E. R. (2005). kepemilikan institusional sebagai pemonitor manajemen laba melalui pemilihan auditor berkualitas. *kinerja*, 9(2).
- Yeni, R. (2018). Pengaruh *leverage*, risiko sistematis, *firm growth* dan kualitas audit terhadap *Earnings Response Coefficient* (ERC) (Studi Pada Perusahaan Sektor *Property dan Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2013-2015). *JOM FEB*, 1(1).
- Yuliafitri, E. N. I., & Melinda. (2018). Pengaruh *Islamic Social Reporting*, *Leverage* dan Likuiditas, Terhadap *Earnings Response Coefficient* Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks Saham Syariah Indonesia. *ISEI Accounting Review*, 2(1).
- Zakaria, N. B., & Daud, D. (2013). *Does Big 4 Affect the Earnings Response Coefficient (ERC) Evidence from Malaysia*. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9(9).
- Zare, R., & Khedri, S. (2013). *Examining the Effect of Auditing Institution, Internal Auditing Department and Companies' Profitability on Voluntary Information Disclosure in Tehran Stock Exchange*. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(9).