



Press  
**WIDYA GAMA**



Accounting Earning Response

# COEFFICIENT

*Pengukuran Kualitas Laba Akuntansi*

Dr. Ratna Wijayanti Daniar Paramita, S.E., M.M. | Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si.

Dr. Diana Sulianti K Tobing, S.E., M.Si. | Dr. Imam Suroso, M.Si.

# ***ACCOUNTING EARNINGS RESPONSE COEFFICIENT***

Pengukuran Kualitas Laba Akuntansi

Dr. Ratna Wijayanti Daniar Paramita, S.E., M.M.

Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si.

Dr. Diana Sulianti K Tobing, S.E., M.Si.

Dr. Imam Suroso, M.Si.



***Accounting Earnings Response Coefficient: Pengukuran Kualitas  
Laba Akuntansi***

© 2020, Dr. Ratna Wijayanti Daniar Paramita, S.E., M.M.

Cetakan Pertama, September 2020

ISBN: 978-623-91680-9-4

xvi + 236 hlm; 15,5 x 23 cm

Penulis: Dr. Ratna Wijayanti Daniar Paramita, S.E., M.M.  
Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si.  
Dr. Diana Sulianti K Tobing, S.E., M.Si.  
Dr. Imam Suroso, M.Si.

Penata Sampul: Widya Gama Press

Tata Letak Isi: Moh. Mursyid

Diterbitkan Oleh:



**WIDYA GAMA PRESS**

**STIE WIDYA GAMA LUMAJANG**

ANGGOTA ASOSIASI PENERBIT PERGURUAN TINGGI  
INDONESIA (APPTI)

Jl. Gatot Subroto No. 4, Karang Sari, Kec. Sukodono,  
Kabupaten Lumajang, Jawa Timur.  
Telp. (0334) 881924

Hak Cipta dilindungi oleh Undang-undang No. 28 Tahun  
2014. Dilarang mengutip atau memperbanyak sebagian  
atau seluruh isi buku tanpa izin.

---

Penerbit tidak bertanggung jawab atas isi/ konten buku

# PERSEMBAHAN

Karya ini saya persembahkan sepenuhnya dengan seluruh dedikasi yang saya miliki untuk:

*“STIE Widya Gama Lumajang”*

Especially my beloved lovely:

*Az Zahrah Fitriana Syafira*

*Alfiyah Nahdah Kamilah*

*Ahmad Husai Haekal*

*Pradnya Mumtaz Mahal Paramita*

## **MOTO**

"Dengan hidup yang hanya sepanjang tarikan nafas,  
jangan tanam apa-apa kecuali cinta."

-Rumi-

## KATA PENGANTAR

Ucapan selamat serta apresiasi yang tinggi atas terselesainya buku yang berjudul “*Accounting Earnings Response Coefficient: Pengukuran Kualitas Laba Akuntansi*”. Buku ini merupakan hasil riset disertasi program doktor ilmu manajemen di Universitas Jember.

Riset-riset ilmu manajemen terus berkembang pesat, hal ini perlu ditunjang dengan buku-buku referensi yang menunjang keterbaruan riset. Sehingga terbitnya buku ini diharapkan dapat melengkapi khasanah ilmu pengetahuan khususnya manajemen keuangan.

*Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)* merupakan hasil sintesis yang merupakan konsep baru yang dikembangkan oleh peneliti. Konsep baru yang dikembangkan adalah *AERC* yaitu merupakan pengembangan dari *ERC* yang sebelumnya telah digunakan untuk mengukur kualitas laba. Konsep *AERC* diproposisikan sebagai kualitas laba, bahwa laba yang berkualitas adalah laba yang informatif. *AERC* merupakan ukuran besarnya kualitas laba dengan menggunakan *cumulative abnormal return*, *unexpected earnings* dan *cash flow* operasional. Keterbaruan ini tidak terdapat pada penelitian sebelumnya sehingga perlu dilakukan riset-riset lanjutan agar konsep *AERC* yang dihasilkan ini benar-benar teruji dan hasilnya dapat diperbandingkan.

Penulis buku ini memiliki latar belakang akademisi dan telah menyelesaikan studi pada magister manajemen dan program doktor ilmu

manajemen. Dengan kompetensi yang dimiliki peneliti dan ditunjang juga dengan bimbingan guru besar ilmu manajemen keuangan dalam penyelesaian disertansinya, buku ini mampu menjelaskan orisinalitas pengembangan konsep baru melalui sintesis terhadap teori-teori yang mendasari.

Kritik dan saran positif tentu sangat diharapkan agar buku ini benar-benar dapat memberikan kebermanfaatan yang baik dan penyempurnaan dalam penerbitan selanjutnya.

Jember, Agustus 2020

**Prof. DR. RADEN ANDI SULARSO, M.S.M**



## PRAKATA

**A**lhamdulillah, atas segala kemudahan dan perkenan-Nya saya dapat menyelesaikan buku yang berjudul “*Accounting Earnings Response Coefficient: Pengukuran Kualitas Laba Akuntansi*”.

Buku ini merupakan hasil riset disertasi saya pada saat menyelesaikan program doktor Ilmu Manajemen di Universitas Jember. Riset disertasi ini tentu tidak terlepas dari peran dan kontribusi tim promotor, Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si. Dr. Diana Sulianti K Tobing, S.E., M.Si. dan Dr. Imam Suroso, M.Si., untuk itu sebagai bentuk ungkapan terimakasih yang mendalam, pada buku ini Saya mencantumkan nama-nama tim promotor sebagai penulis. Tujuan penerbitan buku ini adalah sebagai bahan bacaan untuk referensi riset yang disajikan dalam bentuk buku.

Selama proses menyelesaikan disertasi tentunya tidak lepas dari peran dan bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu tidaklah berlebihan jika pada kesempatan ini penulis menyampaikan terimakasih yang setinggi-tingginya kepada bapak ibu dosen Universitas Jember: Dr. Muhammad Miqdad, S.E., M.M., Ak, CA, Hadi Paramu, MBA, Ph.D., Prof. Dr. Mohammad Saleh, M.Sc., Dr. Hari Sukarno, M.M., Dr. Diah Yulisetyorini, M.Si., Dr. Sumani, M.Si., Dr. Siti Maria Wardayati, M.Si., Ak, dan Dr. Endah Kurnia Lestari, S.E., M.E. Dr. Novi Puspitasari, S.E., M.M., dan Dr. Mudjila Rahayu, M.M. dari UKWM Surabaya sebagai penguji eksternal pada saat ujian tertutup dan terbuka yang telah memberikan review dan sumbangsih pemikiran dalam penyempurnaan disertasi.

Ungkapan terimakasih setulus-tulusnya juga ingin saya sampaikan kepada Yayasan Pembina Pendidikan Semeru, Drs. Yahdi, M.Si., Kasno, S.E., M.M., Drs. Wimbo Wiyono, M.M., yang telah memberikan kesempatan yang tidak ternilai hingga Saya bisa menyelesaikan pendidikan S3, Arif Kamar Bafadal S.Si, M.Si, dari Lembaga konsultasi statistik untuk bantuan konsultasi oleh data SPSS dan PLS, Daniel Manurung, S.E.. MSA., Ak., CSP., CSRA untuk arahan publikasi internasional bereputasi, Moh. Mursyid, SIP., M.A untuk editing, layout dan cover serta ungkapan terimakasih secara khusus untuk Noviansyah Rizal, S.E, M.M, Ak.CA,CFrA untuk diskusi panjang selama menyelesaikan disertasi dan penyusunan buku ini. Juga rekan-rekan dosen dan staf STIE Widya Gama Lumajang untuk berbagai peran yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu. Semoga kesuksesan dan kebahagiaan senantiasa menyertai bapak ibu sekalian.

Tentu saja semua ini tidak lepas dari keajaiban doa dan restu ibunda tercinta juga dukungan semangat dari keempat pelangiku Fira, Aphy, Heka dan Mita, raihlah kesuksesanmu, bukankah segala kemudahan adalah dari-Nya.

Buku ini jauh dari sempurna, namun tentunya semua yang sudah bapak ibu torehkan dalam penyusunan buku ini telah menjadi bagian yang menyempurnakan sekarang maupun nanti, *insyaallah*.

Lumajang, Juli 2020

**Penulis**

# DAFTAR ISI

Kata Pengantar .....	vi
Prakata.....	viii
Daftar Isi .....	x
Daftar Tabel .....	xiv
Daftar Gambar .....	xvi
BAB I - PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Penelitian.....	1
B. Urgensi Penelitian .....	17
C. Rumusan Masalah .....	21
D. Tujuan Penelitian.....	22
E. Manfaat Penelitian .....	22
BAB 2 - TELAAH PUSTAKA.....	24
A. Telaah Teori.....	24
1. Teori Pasar Efisien .....	24
a. Pengertian Teori Pasar Efisien.....	24
b. Bentuk Pasar Efisien .....	26
c. Pengujian Pasar Efisien Menggunakan Return Harapan.....	34

d. Teori Keseimbangan.....	35
2. Teori Struktur Modal.....	39
a. Teori Modigliani dan Miller (tanpa pajak)....	42
b. Teori Modigliani dan Miller (dengan pajak) .	42
c. <i>Trade off Theory</i> .....	44
d. <i>Pecking Order Theory</i> .....	45
3. Teori Keagenan.....	46
4. Teori Pensinyalan .....	49
5. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Respon Pasar	51
a. Karakteristik Perusahaan.....	51
b. <i>Corporate Governance</i> .....	62
c. <i>Voluntary Disclosure</i> .....	74
6. Pengembangan Model Teoritikal Dasar.....	78
a. <i>Sintesis Accounting Earnings Response</i> <i>Coefficient (AERC)</i> .....	78
b. <i>Proposisi Accounting Earnings Response</i> <i>Coefficient (AERC)</i> .....	90
C. Telaah Empiris.....	91
D. Kerangka Konseptual Penelitian.....	101
E. Hipotesis .....	103
1. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap <i>Voluntary Disclosure</i> .....	103
2. Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Asimetri Informasi .....	106
3. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap <i>Accounting</i> <i>Earnings Response Coefficient (AERC)</i> .....	107
4. Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Accounting</i> <i>Earnings Response Coefficient (AERC)</i> .....	108
5. Pengaruh <i>Voluntary Disclosure</i> terhadap <i>Accounting</i> <i>Earnings Response Coefficient (AERC)</i> .....	109

F. Pengaruh Asimetri Informasi terhadap <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> (AERC) .....	111
<b>BAB 3 - METODE PENELITIAN .....</b>	<b>113</b>
A. Desain Penelitian.....	113
B. Populasi dan Sampel .....	114
C. Jenis dan Sumber Data .....	115
1. Jenis Data.....	115
2. Sumber Data.....	116
3. Definisi Operasional Variabel dan Skala Pengukurannya.....	116
D. Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis .....	125
1. Metode Analisis Data .....	126
2. Pengujian Hipotesis .....	134
<b>BAB 4 - HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>141</b>
A. Deskripsi Sampel.....	141
B. Deskripsi Variabel-Variabel Penelitian .....	145
1. Karakteristik Perusahaan .....	145
2. <i>Corporaten Governance</i> .....	155
3. <i>Voluntary Disclosure</i> .....	160
4. Asimetri Informasi.....	161
5. <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> .....	162
C. Hasil Analisis data.....	163
1. Model Struktural dan Pengukuran.....	163
2. Hasil Pengujian Hipotesis.....	166
3. Hasil Pengujian Tidak langsung .....	172

D. Pembahasan .....	173
1. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap <i>Voluntary Disclosure</i> .....	173
2. Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Asimetri Informasi.....	178
3. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> .....	182
4. Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> .....	187
5. Pengaruh <i>Voluntary Disclosure</i> terhadap <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> .....	189
6. Pengaruh Asimetri Informasi terhadap <i>Accounting         Earnings Response Coefficient</i> .....	192
E. Keterbatasan Penelitian .....	194
F. Implikasi Hasil Penelitian .....	195
1. Implikasi Teoritis .....	195
2. Implikasi Empiris .....	199
3. Implikasi Praktis .....	200
 BAB 5 - KESIMPULAN DAN SARAN .....	 202
A. Kesimpulan.....	202
B. Saran .....	205
 DAFTAR PUSTAKA.....	 207
INDEKS .....	228
BIODATA PENULIS .....	231

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	<i>State of the Art</i> Hubungan antar Variabel.....	95
Tabel 2.2	Studi Empiris untuk Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap <i>Voluntary Disclosure</i> (Hipotesis 1).....	105
Tabel 2.3	Studi Empiris untuk Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Asimetri Informasi (Hipotesis 2).....	106
Tabel 2.4	Studi Empiris untuk Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Koefisien Respon Laba (Hipotesis 3).....	108
Tabel 2.5	Studi Empiris untuk Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap AERC (Hipotesis 4) .....	109
Tabel 2.6	Studi Empiris untuk Pengaruh <i>Voluntary Disclosure</i> terhadap AERC .....	111
Tabel 2.7	Studi Empiris untuk Pengaruh Asimetri Informasi terhadap AERC .....	112
Tabel 3 1	Proses Penarikan Sampel .....	115
Tabel 4.1	Perusahaan Sampel .....	142
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif <i>Data Leverage</i> .....	146
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif <i>Data Growth</i> .....	149
Tabel 4.4	Statistik Deskriptif data Profitabilitas.....	152
Tabel 4 .5	Statistik Deskriptif <i>Data Size</i> .....	154
Tabel 4.6	Statistik Deskriptif Data Komite Audit.....	156
Tabel 4.7	Statistik Deskriptif Data Kualitas Audit.....	158

Tabel 4.8 Statistik Deskriptif Data Komisaris Independen....	159
Tabel 4.9 Statistik Deskriptif <i>Voluntary Disclosure</i> .....	160
Tabel 4.10 Statistik Diskriptif Asimetri Informasi.....	161
Tabel 4. 11 Statistik Deskriptif <i>Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)</i> Tahun 2014-2017 .....	162
Tabel 4.12 Hasil Uji <i>Bootstraping Outer Model</i> .....	164
Tabel 4.13 Hasil Uji <i>Bootstraping Inner Model</i> .....	165
Tabel 4.14 Hasil Uji Hipotesis .....	167
Tabel 4.15 Hasil Uji Moderasi .....	172
Tabel 4.16 Perbedaan Nilai ERC dan AERC .....	195



# DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Emiten, Kapitalisasi dan IHSG di Bursa Efek Indonesia	Chart Title Emiten.....	2
Gambar 2.1 Sintesis Konsep <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> (AERC).....		89
Gambar 2.2 Proposisi <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> (AERC).....		91
Gambar 2.3 Studi Teori Penelitian Pasar Modal.....		92
Gambar 2.4 Kerangka Konseptual Penelitian.....		101
Gambar 3.1 Model struktural dengan menggunakan PLS.....		129
Gambar 3.2 Model Struktural pengujian Hipotesis 1 .....		135
Gambar 3.3 Model Struktural pengujian Hipotesis 2 .....		135
Gambar 3.4 Model Struktural pengujian Hipotesis 3 .....		136
Gambar 3.5 Model Struktural pengujian Hipotesis 4 .....		137
Gambar 3.6 Model Struktural pengujian Hipotesis 5 .....		138
Gambar 3.7 Model Struktural pengujian Hipotesis 6 .....		139

# BAB I

## PENDAHULUAN

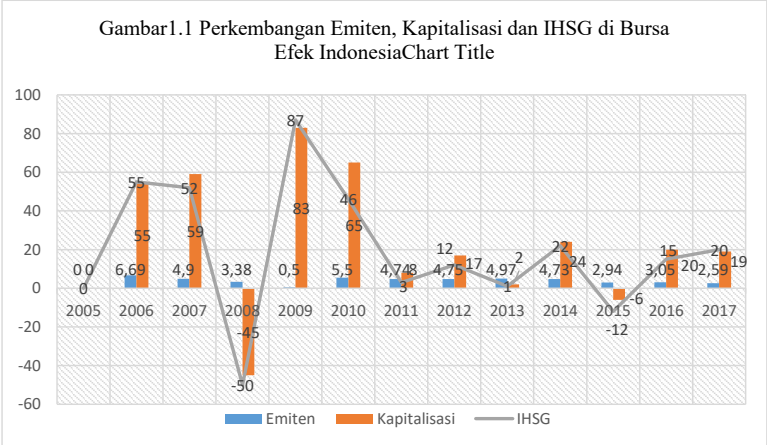
### A. Latar Belakang Penelitian

Fenomena pasar modal meskipun bukan merupakan masalah baru, popularitasnya tetap menarik untuk diteliti. Hal ini memiliki alasan karena pasar modal merupakan salah satu indikator penilaian perekonomian suatu negara. Penelitian tentang pasar modal sangat pesat dilakukan, terbukti dengan banyaknya artikel yang diterbitkan dalam satu dekade baik berupa artikel jurnal ataupun artikel yang telah diseminarkan. Pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta. Pasar modal sebagai wahana sektor keuangan diluar perbankan memiliki daya tarik karena diharapkan menjadi sarana alternatif untuk menghimpun dana secara cepat dari investor maupun kreditor. Investor pada pasar modal dapat memiliki berbagai pilihan investasi sehingga memungkinkan investor untuk melakukan diversifikasi investasi dalam bentuk portofolio sesuai dengan preferensi risiko dan keuntungan yang diharapkan dapat terjadi.

Pasar modal dalam suatu negara perkembangannya ditunjukkan dengan perkembangan pada kapitalisasi pasar, yaitu menunjukkan nilai efek yang tercatat di bursa saham. Secara definisi kapitalisasi pasar

diartikan sebagai total jumlah surat-surat berharga yang diterbitkan oleh berbagai perusahaan di dalam satu pasar. Kapitalisasi pasar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) nilainya dihitung dari jumlah saham yang tercatat di BEI dikalikan dengan harga saham masing-masing.

Mengamati perkembangan industri manufaktur ditinjau dari kapitalisasi pasar pada pasar modal Indonesia, naik dan turunnya harga saham yang diperdagangkan di BEI menunjukkan perkembangan yang berfluktuasi. Hal ini tentunya dipengaruhi oleh keadaan perekonomian, kebijakan pemerintah di bidang moneter dan fiskal, serta keadaan masing-masing perusahaan yang *go public*. Mengamati perkembangan emiten, kapitalisasi pasar dan IHSG di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005 sampai tahun 2017 dapat dilihat pada Gambar 1.1.



Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah.

Perkembangan harga saham dan IHSG tahun 2008 merupakan tahun krisis pasar modal Indonesia, terlihat bahwa IHSG hanya pada level 1.300 poin, turun hingga 50% dari tahun sebelumnya. Krisis pasar modal tersebut mulai membaik di tahun 2009 menunjukkan pencapaian positif yaitu naik hingga 87% sehingga IHSG membaik pada level 2.534

poin. Tren tersebut terus meningkat hingga tahun 2014 yang merupakan pencapaian tertinggi selama 10 tahun dari tahun 2005-2017.

Rata-rata nilai transaksi harian saham periode Januari hingga Desember 2015 adalah sebesar Rp 5,76 triliun, atau mengalami pelemahan sebesar 4,1% dibandingkan dengan periode yang sama di 2014, yaitu sebesar Rp 6,01 triliun. Meski demikian, rata-rata frekuensi transaksi harian saham periode Januari hingga Desember 2015 mengalami kenaikan jika dibandingkan dengan periode yang sama di 2014, yaitu naik sebesar 4,38% menjadi 221.942 kali transaksi dari 212.635 kali transaksi. Rata-rata volume transaksi harian saham periode Januari hingga Desember 2015 juga meningkat 7,66% menjadi 5,92 miliar saham dibandingkan dengan periode yang sama di 2014 sebesar 5,48 miliar saham.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) per 30 Desember 2015 ditutup di level 4.593 poin atau mengalami penurunan sebesar 12,11%, dibandingkan penutupan akhir Desember 2014 yang berada di level 5.226 poin. Nilai kapitalisasi pasar saham pun ikut berubah turun 6,81% dari Rp 5.228 triliun pada akhir Desember 2014 menjadi Rp 4.873 triliun per 30 Desember 2015.

Tahun 2017 IHSG mengalami tren positif hingga 20% hal ini disebabkan oleh beberapa faktor yaitu meningkatnya kinerja emiten besar, aksi *right issue* emiten serta *initial public offering (IPO)*. Selain itu kepercayaan investor lokal dan asing juga menjadi pemeran penting dalam memupuk kapitalisasi pasar BEI. Akhir Tahun 2017 total kapitalisasi pasar saham di BEI sekitar Rp 7.052 triliun, yang mengalami kenaikan dari tahun sebelumnya Rp 6.993 triliun. Kenaikan kapitalisasi pasar dapat dipicu oleh penambahan jumlah saham dan kenaikan harga saham. Kapitalisasi pasar berkorelasi positif dengan indeks harga saham gabungan (IHSG). Kenaikan IHSG selanjutnya diikuti kenaikan kapitalisasi pasar, begitupun sebaliknya. Pada prinsipnya

IHSG dapat dijadikan arah pergerakan pasar dan dapat digunakan untuk memprediksi perkembangan portofolio investasi.

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya bahwa nilai kapitalisasi sebuah perusahaan ditentukan oleh jumlah surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan dalam sebuah bursa dan juga harga saham perusahaan tersebut. Tinggi rendahnya jumlah peredaran surat berharga dipengaruhi oleh minat investor untuk berinvestasi pada sebuah perusahaan. Prilaku investor untuk melakukan investasi pada perusahaan dipengaruhi oleh tersedianya informasi yang dapat dipergunakan untuk melakukan penilaian terhadap suatu surat berharga. Kinerja entitas merupakan indikator utama yang dipertimbangkan investor, karena kinerja perusahaan dapat mencerminkan kondisi fundamental dan nilai sebuah perusahaan. Selain itu laporan keuangan juga menjadi sebagai salah satu informasi yang dibutuhkan pasar yang seringkali dimanfaatkan oleh investor selain situasi pasar dan prospek bisnis suatu emiten. Prilaku investor pada pasar modal tercermin pada bagaimana investor membuat keputusan investasi, salah satunya adalah prilaku investor dengan merespon laba yang dilaporkan oleh perusahaan.

Asimetri informasi diduga dapat mempengaruhi prilaku investor dalam merespon laba yang dilaporkan oleh perusahaan. Perbedaan informasi yang dimiliki oleh satu pihak dan pihak lainnya, yaitu antara pihak yang akan melakukan investasi dengan penyedia informasi atau pihak manajemen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi atau yang disebut dengan *asymmetric information*. Investor yang akan berinvestasi pada sebuah emiten akan mencari tahu informasi yang benar tentang saham perusahaan agar dapat memperhitungkan dengan tepat *capital gain* yang akan diperoleh di masa yang akan datang. Kasznik dalam penelitiannya mengukur asimetri informasi dan menyimpulkan bahwa pengelola entitas cenderung akan memprediksi *bad news* ketika terjadi laba negatif yang besar (Kasznik dan Lev, 1995).

Asimetri informasi diduga dapat mempengaruhi perilaku investor dalam merespon laba yang dilaporkan oleh perusahaan. Perbedaan informasi yang dimiliki oleh satu pihak dan pihak lainnya, yaitu antara pihak yang akan melakukan investasi dengan penyedia informasi atau pihak manajemen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi atau yang disebut dengan *asymmetric information*. Investor yang akan berinvestasi pada sebuah emiten akan mencari tahu informasi yang benar tentang saham perusahaan agar dapat memperhitungkan dengan tepat *capital gain* yang akan diperoleh di masa yang akan datang. Kasznik dalam penelitiannya mengukur asimetri informasi dan menyimpulkan bahwa pengelola entitas cenderung akan memprediksi *bad news* ketika terjadi laba negatif yang besar (Kasznik dan Lev, 1995).

Asimetri informasi juga dapat terjadi ketika pihak *principal* memiliki informasi yang lebih baik atau lebih tepat waktu dibandingkan agen, hal ini diduga dapat memberi kesempatan kepada manajer untuk bertindak untuk kepentingan manajer (Healy dan Palepu, 2001). Fadah dalam penelitiannya memberi kesimpulan hasil penelitiannya bahwa kondisi informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*) para manajer dapat menggunakan strategi dalam dividen kas untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan di masa yang akan datang (Fadah, 2017).

Berbeda dengan asimetri informasi, di dalam teori *Efficient Market Hypotheses* investor diindikasikan bereaksi segera terhadap informasi baru yang masuk di pasar, hal ini diduga menyebabkan harga saham akan melakukan penyesuaian. Investor individu maupun investor institusi senantiasa mengikuti informasi dan pergerakan harga saham di pasar untuk memprediksi *capital gain*. Hal ini disebabkan karena investor ketika menanamkan dananya sangat memperhitungkan prospek perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Teori pasar efisien semi kuat menggunakan asumsi bahwa harga saham telah mencerminkan atau merefleksikan semua informasi

publik yang tersedia. Ketika kondisi ini terjadi maka harga-harga yang terbentuk di pasar menjadi informatif dan akurat. Informasi publik yang tersedia tersebut dapat digunakan oleh investor untuk memperoleh informasi tentang *abnormal return*. *Abnormal return* diartikan sebagai tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh saham atau portofolio tertentu, dimana tingkat pengembalian ini berbeda dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*) (Scott, 2015). Sedangkan menurut (Tandelilin, 2010) *abnormal return* merupakan selisih dari *actual return* dengan *expected return* yang terjadi sebelum informasi diterbitkan.

Pasar modal efisien menjelaskan bahwa perusahaan harus mengungkapkan informasi sebanyak mungkin, karena pasar modal efisien tidak hanya mementingkan bentuk pengungkapan, melainkan kandungan informasinya. Pasar modal efisien juga lebih tertarik pada informasi yang relevan dari berbagai sumber, tidak hanya dari laporan keuangan, karena laporan keuangan hanya merupakan salah satu sumber informasi bagi pasar modal (Beaver dkk, 2012).

Investor dalam pasar modal efisien berharap informasi yang diterima dapat digunakan untuk melakukan perbandingan. Perbandingan laba antar perusahaan ini adalah untuk memahami perbedaan kualitas laba yang diinformasikan oleh perusahaan. Kualitas laba tidak mempunyai ukuran yang mutlak, namun terdapat pendekatan kualitatif dan kuantitatif yang dapat digunakan untuk menganalisis dan menjelaskan kualitas laba. Penelitian tentang kualitas laba telah banyak dilakukan mengingat kualitas laba juga dapat digunakan untuk menilai kinerja manajemen dan membantu mengestimasi kemampuan laba yang representatif dalam menaksir resiko suatu investasi.

Pendekatan kuantitatif untuk menilai kualitas laba dilakukan dengan menggunakan analisis rasio, sedangkan pendekatan kualitatif dilakukan berdasarkan pendapat (*judgement*) atau pandangan yang berlandaskan logika, pengalaman, dan wawasan. Kualitas laba tidak berhubungan

dengan tinggi atau rendahnya laba yang dilaporkan, melainkan menurut (Siegal dkk, 1996) meliputi *understatement* dan *overstatement* dari laba (bersih), stabilitas komponen dalam laporan laba rugi, realisasi resiko aset, pemeliharaan atas modal, dan dapat merupakan prediktor laba masa depan (*Predictive value*).

Sejumlah penelitian sejak tahun 1960-an, (Foster dan Jones, 1977), (Watts dan Zimmerman, 1983), (Patell dan Wolfson, 1984), (Siegal dkk, 1996), (Ball, Kothari dkk, 1999), (Beaver dkk, 2012), (Lorek dan Willinger, 2008), yang menguji reaksi pasar terhadap pengumuman laba perusahaan telah menunjukkan bahwa pengumuman laba memiliki kandungan informasi, sehingga pelaku pasar dapat bereaksi terhadap pengumuman laba. Reaksi tersebut tercermin pada naik turunnya harga saham dan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman laba.

Pada tanggal saat diumumkan laba perusahaan, akan terjadi kecenderungan perubahan positif terhadap harga saham dan sebaliknya pada tahun diumumkan kerugian perusahaan akan terjadi perubahan negatif, sehingga sangat penting diketahui kapan laba atau kerugian perusahaan dilaporkan pada setiap tahun. Ball (1968) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan yang signifikan antara informasi pada saat pengumuman laba perusahaan dengan pergerakan harga saham. Hasil penelitian menjelaskan perubahan harga saham bergerak sejalan dengan perubahan laba akuntansi dan prediksi investor, artinya jika investor memprediksi perusahaan akan memperoleh keuntungan maka harga saham akan meningkat, sedangkan jika prediksi investor sebaliknya maka harga saham akan bergerak turun.

Dasar pemikiran tersebut selanjutnya mendasari penelitian tentang *Earnings Response Coefficient (ERC)* yaitu penilaian investor yang bermula pada situasi disekitar tanggal pengumuman laba perusahaan, dimana pada situasi ini investor akan memberikan respon yang berbeda-beda terhadap laba yang dilaporkan. Jika laba yang dilaporkan perusahaan lebih tinggi dari prediksi investor maka investor akan melakukan revisi



keatas terhadap penilaian laba dan kinerja perusahaan serta melakukan pembelian saham, demikian juga sebaliknya jika laba yang dilaporkan lebih rendah dari prediksi maka investor akan melakukan revisi kebawah dan menjual saham perusahaan. Prilaku investor untuk membeli atau menjual saham secara teoritis akan mengakibatkan perubahan volume saham dan mengakibatkan kenaikan atau penurunan harga saham segera setelah perusahaan melakukan pengumuman laba perusahaan. Kenaikan dan penurunan harga saham yang disebabkan prilaku investor di dalam merespon laba yang dilaporkan oleh perusahaan, selanjutnya terakumulasi di dalam *Cumulative Abnormal Return (CAR)* pada masing-masing perusahaan.

Terdapat perbedaan penelitian yang menggunakan variabel *ERC* untuk mengukur kualitas laba dengan penelitian lain yang tidak menggunakan *ERC*. Pada penelitian non *ERC* kualitas laba diukur dengan meregresikan angka laba atau *EPS actual* terhadap return, sedangkan penelitian *ERC* mengukur kualitas laba dengan melakukan prediksi terhadap *EPS*, yaitu dengan membandingkan *EPS* pada tahun sebelumnya dan *EPS* aktual. Perbandingan tersebut menghasilkan *Unexpected Earnings (UX)*. Slope koefisien hubungan antara *CAR* dan *UX* inilah yang disebut *Earnings Response Coefficient (ERC)*.

Investor didalam membuat penilaian terhadap kinerja perusahaan tidak hanya memperhatikan angka laba namun juga berbagai informasi yang dilaporkan oleh perusahaan di dalam laporan tahunan perusahaan atau yang disebut *voluntary disclosure*. Investor menggunakan semua informasi yang tersedia untuk melakukan analisis terhadap kinerja perusahaan dan melakukan prediksi. Namun demikian meskipun informasi yang tersedia di pasar adalah sama, prediksi yang dilakukan investor diduga akan berbeda, hal ini disebabkan karena setiap investor memiliki pengetahuan dan tingkat pemahaman yang berbeda-beda sehingga penyerapan terhadap setiap informasi juga akan berbeda (Feltham & Ohlson, 1995).

*Research gap* berikut ini menunjukkan perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan berkaitan dengan respon pasar dengan menggunakan variabel *ERC*. *ERC* mengukur besarnya *abnormal return* saham dalam merespon komponen yang diharapkan dari laba yang dilaporkan perusahaan (Scott, 2015). Riset empiris yang menguji pengaruh kualitas pelaporan perusahaan terhadap reaksi pasar selalu dikaitkan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi. Hasil riset memberikan kesimpulan bahwa laporan keuangan memberikan nilai informasi yang berarti bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Investor pada dasarnya lebih banyak memanfaatkan situasi pasar untuk memprediksi dan melakukan penilaian terhadap suatu saham. Sehingga perilaku investor untuk membeli saham dipengaruhi oleh tersedianya informasi yang berkualitas yang dapat direspon oleh investor dalam melakukan penilaian. Beberapa penelitian tentang *ERC* menyebutkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *ERC* antara lain persistensi laba, struktur modal, *betha* atau resiko, kesempatan bertumbuh dan ukuran perusahaan.

Hasil penelitian *ERC* secara *cross sectional* (Kormendi dan Lipe, 1987) menunjukkan bahwa *ERC* bergantung pada tingkat persistensi laba, covarian saham dengan *return* pasar, pertumbuhan pasar dan karakteristik perusahaan. Kualitas informasi yang tersedia di pasar dan dapat memberikan informasi dan penjelasan yang cukup akan dipengaruhi oleh karakteristik tertentu yang dimiliki masing-masing perusahaan. Karakteristik perusahaan terbagi dalam struktur yang meliputi ukuran perusahaan, *leverage* dan kompleksitas struktur kepemilikan; kinerja berupa profitabilitas dan pasar yang meliputi tipe industri dan faktor-faktor lain yang bersifat kualitatif (Haniffa dan Cooke, 2000).

Penelitian (Dhaliwal dkk, 1991) dan penelitian (Murwaningsari, 2008) membuktikan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif terhadap koefisien respon laba. Penelitian Harris juga menyatakan bahwa besarnya hutang menunjukkan kualitas perusahaan serta prospek yang kurang baik pada masa mendatang (Harris dan Raviv, 1990). Untuk perusahaan

dengan hutang yang tinggi, peningkatan laba lebih menguatkan posisi dan keamanan *bondholder* dibandingkan pemegang saham. Sedangkan *leverage* menunjukkan pengaruh positif terhadap *ERC* (Martani dan Khairurizka, 2009). Perusahaan yang banyak menggunakan dana dari kreditor menunjukkan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi baik karena mendapat kepercayaan, penggunaan pinjaman tidak akan menurunkan kesejahteraan pemegang saham karena penambahan utang tidak berarti terdapat penambahan jumlah saham yang beredar (Scott, 2015). Hasil penelitian yang berbeda ditunjukkan oleh (Hasanzade dkk, 2013) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *ERC* di Iran, penelitiannya menyimpulkan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *ERC*.

Ukuran perusahaan merupakan salah satu dari determinan *ERC* (Cho, 1991). Cho dan Jung mendukung hubungan positif untuk pengaruh *size* terhadap *ERC*. Namun penelitian (Chaney dan Jeter, 1992) dan (Murwaningsari, 2008) mengungkapkan terdapat pengaruh yang negatif, hal tersebut terjadi karena *long window* yang digunakan dalam penelitian dimana informasi mengenai perusahaan besar yang tersedia sepanjang tahun, menyebabkan reaksi pasar yang tidak begitu besar di sekitar tanggal pengumuman laba. Collins dan Kothari melakukan penelitian tentang ukuran perusahaan terhadap *ERC* dan mendapatkan bukti bahwa ukuran perusahaan tidak memberikan tambahan kekuatan penjelas atas perbedaan koefisien respon laba (Collins dan Kothari, 1989a). Penelitian (Martani dan Khairurizka, 2009), dan (Okolie, 2014) menyimpulkan hasil yang sama dengan penelitian (Collins dan Kothari, 1989a).

Pertumbuhan (*growth*) adalah variabel yang menjelaskan prospek pertumbuhan di masa mendatang. Perusahaan yang terus bertumbuh lebih mudah menarik modal dan hal ini merupakan sumber pertumbuhan. Informasi laba pada perusahaan-perusahaan ini lebih banyak direspon oleh investor. Menurut (Collins dan Kothari, 1989a), pertumbuhan dan *ERC* mempunyai pengaruh yang positif. Perusahaan bertumbuh mempunyai *ERC* yang lebih tinggi karena

perusahaan tersebut mempunyai kesempatan memperoleh laba lebih tinggi di masa mendatang. (Hasanzade dkk, 2013), dan (Okolie, 2014) hasil penelitiannya menyimpulkan *growth* berpengaruh positif terhadap *ERC*, kandungan informasi laba tersebut merupakan *good news* sehingga dapat meningkatkan respon pasar. Penelitian Palupi menyimpulkan *growth* berhubungan negatif dengan *ERC* namun tidak signifikan, penyebabnya adalah karena investor didalam berinvestasi bukan untuk tujuan perspektif jangka panjang untuk mendapatkan *yield* dari investasi yang dilakukan namun untuk mendapatkan *capital gain* (Palupi, 2006).

Pengaruh profitabilitas terhadap respon laba telah dibuktikan berpengaruh positif pada beberapa penelitian (Ball dkk, 2007) Ball et al. (2008, *Review of Accounting Studies*, (Murwaningsari, 2008) dan (Ball, 1965). Respon laba pada perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi ditemukan lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan profitabilitas rendah. Penyebabnya adalah perusahaan yang memperoleh keuntungan diduga mampu menyelesaikan kegiatan operasional yang sedang dijalankan. (Hasanzade dkk, 2013) juga menjelaskan hasil penelitiannya di Iran bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *ERC*. Sedangkan penelitian Arfan menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan profitabilitas perusahaan yang tinggi terhadap respon pasar (Arfan, 2008).

Sementara itu peneliti (Moradi dkk, 2010) dan (Clarke dkk, 2004) membandingkan pengaruh arus kas operasi dan *accrual* terhadap respon pasar. Teori pasar modal efisien mengatakan bahwa seharusnya pasar bereaksi lebih kuat terhadap berita baik tentang arus kas operasi daripada berita baik tentang *accrual*. Hal ini diyakini karena arus kas operasi lebih mungkin terulang kembali periode yang akan datang dibandingkan dengan *accrual*, akan tetapi kenyataannya pasar lebih bereaksi kuat terhadap *accrual* dari pada terhadap arus kas operasi.

Investor selain menggunakan angka laba juga menggunakan informasi lain yang juga dipublikasikan oleh perusahaan. Informasi

tersebut digunakan oleh investor untuk membuat prediksi terhadap perusahaan, sehingga investor tidak hanya tergantung pada informasi laporan keuangan saja. Investor menggunakan semua informasi yang tersedia di pasar untuk melakukan analisis terhadap kinerja perusahaan dan untuk membuat prediksi.

Pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) adalah informasi yang harus diungkapkan oleh emiten yang diatur oleh peraturan pasar modal di suatu negara. Sedangkan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) merupakan pengungkapan informasi melebihi syarat minimum dari peraturan pasar modal yang berlaku. Perusahaan memiliki keleluasaan dalam melakukan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sehingga menimbulkan adanya keragaman atau variasi luas pengungkapan sukarela yang disajikan oleh perusahaan (Singhvi dan Desai, 1971), (Fama, 1998), (Basu, 2005), (Yuen, 2009), (Widiastuti, 2004). Peneliti lain (Nekhili dkk, 2012), (Basu dkk, 2013), (Suryanto, 2016), menjelaskan hubungan yang negatif, jika perusahaan melakukan pengungkapan informasi didalam laporan tahunannya dapat mengurangi ketidakpastian tentang prospek perusahaan, sehingga pengungkapan kelengkapan akan menurunkan *ERC*. Penelitian Miqdad dan Widiyanti (2016) menjelaskan dalam temuannya bahwa pengungkapan memiliki makna selain laporan yang bersifat *mandatory*, manajer memiliki kewajiban untuk melaporkan informasi lainnya tentang prospek, sinyal-sinyal keberhasilan (prospek) dan kendala-kendala yang dihadapi perusahaan dimasa yang akan datang. Sementara itu penelitian lain seperti (Adhariani, 2005), (Murwaningsari, 2008), (Izyani dan Wan, 2010) dan (Miller, 2002) menunjukkan hasil yang berbeda, bahwa luas pengungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap *ERC*.

Beberapa penelitian telah menunjukkan bukti adanya pengaruh *leverage* terhadap pengungkapan sukarela. Penelitian tersebut diantaranya dilakukan oleh (Salamon dan Dhaliwal, 1980), (Wallace dkk, 1994), (Yuen, 2009), (An, 2015), dan (Na'im, 2000). Hasil penelitian membuktikan bahwa perusahaan dengan *leverage* rendah

lebih banyak melakukan pengungkapan informasi, karena dengan memberikan informasi yang lebih komprehensif dalam laporan tahunan akan memenuhi kebutuhan investor jangka panjang tentang informasi khusus perusahaan.

Beberapa penelitian yang menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap pengungkapan sukarela menunjukkan hasil positif (Wallace dkk, 1994), (Salamon dan Dhaliwal, 1980), (Yuen, 2009), dan (Izyani dan Wan, 2010). Menurut (Lorek dan Willinger, 2008) perusahaan besar merupakan entitas yang banyak disorot oleh pasar maupun publik secara umum, mengungkapkan lebih banyak informasi merupakan bagian dari upaya perusahaan mewujudkan akuntabilitas publik. Pengaruh profitabilitas terhadap pengungkapan sukarela telah dibuktikan oleh penelitian (Singhvi dan Desai, 1971) dan (Izyani dan Wan, 2010), hasil penelitian mengungkapkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan memberikan pengungkapan sekarela lebih banyak kepada investor.

Laba merupakan informasi yang direspon oleh pasar, berdasarkan pemikiran tersebut maka manajemen diprediksi melakukan tindakan yang dapat meningkatkan kualitas laba. Melihat banyaknya celah yang dapat dimanfaatkan oleh manajer dalam mengelola laba, maka diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat menyejajarkan perbedaan kepentingan para pengguna informasi laporan keuangan. Salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk mengatasi permasalahan tersebut adalah dengan menerapkan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Mekanisme *corporate governance* memiliki kemampuan dalam kaitannya menghasilkan suatu laporan keuangan yang memiliki kandungan informasi laba.

*Corporate governance* dapat membantu menyelaraskan kepentingan antara manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan meningkatkan reliabilitas informasi *financial* serta integritas proses pelaporan *financial* (Watts dan Zimmerman, 1990). Kemerosotan

kepercayaan investor terhadap informasi *financial* akan mempengaruhi respon pasar, hal ini akan berdampak pula pada harga saham dan kepercayaan publik yang semakin memudar (Bedard dan Courteau, 2001).

*Corporate governance* memberikan perlindungan yang efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga investor yakin dapat memperoleh return atas investasinya. Beberapa mekanisme *Corporate governance* yaitu mekanisme internal, seperti struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris serta mekanisme eksternal seperti pengendalian oleh pasar, kepemilikan institusional, pendanaan dengan utang dan pelaksanaan audit oleh auditor eksternal diharapkan dapat mengatasi masalah keagenan yang ada (Babic dan Janosevic, 2001). (Bedard dan Courteau, 2001) memberikan bukti bahwa dewan komisaris, komite audit dan komite independen efektif meningkatkan kualitas dan kuantitas informasi yang diungkapkan oleh perusahaan, sehingga mengurangi asimetri informasi.

Penelitian (Veronica dan Bachtiar, 2005) menguji pengaruh komite audit, kualitas audit dan komisaris independen terhadap asimetri informasi dengan menggunakan metode *bid ask spread* untuk mengukur tingkat asimetri informasi. Keberadaan komite audit secara efektif membatasi tingkat laba manajemen. Proporsi dewan independen dan komite audit keberadaannya meningkatkan hubungan positif antara *accrual diskresioner* dan *return* saham. Ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki proporsi yang lebih tinggi pada dewan independen dan memiliki komite audit dihargai lebih tinggi oleh pasar.

Penelitian tentang *ERC* yang telah dilakukan dengan menguji faktor-faktor yang diduga berpengaruh terhadap *ERC* memberikan hasil yang berbeda-beda, hal ini menjadikan dasar dilakukannya penelitian lanjutan dengan menempatkan variabel-variabel yang telah diuji sebelumnya namun dengan pendekatan yang berbeda. Penelitian

tentang *ERC* yang dilakukan pada beberapa negara memberikan hasil yang beragam. Beberapa penelitian tentang penilaian pasar efisien (*Efficient Market Hypotheses*) yang meneliti publikasi laporan keuangan dan pengumuman laba dengan setting riset pada perusahaan *go public* di pasar modal Amerika Serikat adalah Ball (1965), Ball dkk (1999), dan Fama (1991). Peneliti Mahjoubi dan Abaoub (2015) meneliti *ERC* sebagai tolak ukur ekpektasi pasar pada Tunis stock exchange. Peneliti lain (Madininos dkk, 2011) meneliti tentang pengaruh informasi akuntansi dan *stock return* pada Athens Stoch Exchage (ASE) dan peneliti (Hasanzade dkk, 2013) melakukan penelitian tentang *ERC* di Iran.

Penelitian tentang *ERC* banyak dilakukan terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi seperti: karakteristik perusahaan, *corporate governance* dan tingkat kelengkapan pengungkapan laporan keuangan. Hal ini memberikan indikasi bahwa masalah laporan keuangan tetap menjadi perdebatan dalam literatur keuangan, dan respon pasar merupakan salah satu yang telah banyak diteliti. Temuan dan hasil yang beragam dan berbeda dari penelitian tentang *ERC* memberikan peluang untuk menguji dan menganalisis berbagai faktor yang mempengaruhi respon pasar. Masalah ini penting untuk diteliti agar memberikan pengembangan terhadap ilmu keuangan terutama yang berkaitan dengan kualitas laba. Pengukuran terhadap respon pasar juga terus berkembang dengan penambahan variabel pada dimensi pengukurannya.

Perilaku investor untuk membeli saham dipengaruhi oleh tersedianya informasi yang dapat dipergunakan dalam menilai suatu saham. Namun demikian masih diragukan apakah ketersediaan informasi tersebut yaitu informasi laba salah satunya, direspon baik oleh investor. Penelitian Patatoukas (2014) utamanya membahas kualitas laba dengan dimensi *cashflow* dan tingkat disconto yang memberikan kesimpulan bahwa *cashflow* cukup berperan di dalam mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Penelitiannya mendeteksi reaksi pasar saham terhadap berita yang relevan dengan nilai yang disatukan secara agregat dalam laba



akuntansi untuk diidentifikasi komponen mana yang lebih berkorelasi dengan informasi baru yang relevan dengan nilai saham (pendapatan atau beban, akrual atau arus kas). Patatoukas menemukan bahwa ada korelasi antara informasi baru tentang *cash flow* dan diskon tarif terhadap perubahan laba di pasar saham (Patatoukas, 2014). Selain itu Mostafa dan Dixon (2013) melaporkan bahwa laba dan arus kas dari operasi memiliki kandungan informasi incremental. Hasil penelitian tentang informasi akuntansi tersebut menegaskan bahwa informasi yang dihasilkan melalui laporan keuangan utama sangat relevan untuk menjelaskan pengaruh laba terhadap harga saham.

Studi-studi yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *ERC* menunjukkan masih terdapat kontroversi temuan empiris dari banyak peneliti yang menguji respon pasar terhadap kualitas laba. Beberapa peneliti hasil temuannya menunjukkan pendapat yang kontradiktif antara lain, (Patatoukas, 2014) menyimpulkan model regresi *ERC* tradisional gagal untuk mendeteksi reaksi pasar saham, (Ball dkk, 2013a) membantu menghubungkan teori konservatisme dengan penggunaan informasi akuntansi untuk mengukur *ERC* dan (Al-Baidhani dkk, 2017) merekomendasikan untuk menggunakan informasi akuntansi dari tiga laporan keuangan utama untuk menilai *ERC*. Dengan demikian perlu kiranya dilakukan penelitian lanjutan untuk mengembangkan konsep kualitas laba perusahaan untuk mendeteksi respon pasar dengan lebih baik. Penelitian ini menyajikan konsep baru dengan melakukan pengembangan konsep *ERC* dengan menambahkan dimensi *cashflow* operasional.

Berdasarkan pemikiran tersebut maka pada penelitian ini pengukuran kualitas laba akuntansi dikembangkan dengan menggunakan *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)*, yaitu pengembangan *ERC* dengan menambahkan dimensi *cash flow*. Hal ini dengan alasan bahwa ukuran *ERC* mungkin berbeda jika arus kas diterapkan dan tidak hanya menggunakan angka laba berdasarkan biaya historis dan prinsip akrual.

## B. Urgensi Penelitian

Urgensi penelitian ini dibagi dalam beberapa justifikasi penelitian yang menjadi landasan pentingnya dilakukan penelitian ini. Justifikasi pertama dalam penelitian ini adalah adanya *research gap*. Temuan empiris mengenai hasil penelitian tentang respon pasar dengan faktor-faktor yang mempengaruhi menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian terdahulu menjelaskan faktor-faktor yang diduga mempengaruhi respon pasar diantaranya *leverage* (Okolie, 2014), profitabilitas (Ball dkk, 2016), *size* (Fama dan French, 2012), *growth* (Fama dan French, 2015), *cash flow* operasional (Dechow dan Ge, 2006), *corporate governance* (Bushman dan Smith, 2001), (Ahmed, 2006), asimetri informasi (Beaver dkk, 2012) dan *voluntary disclosure* (Nekhili dkk, 2012). *Research gap* penelitian ini penting disajikan sebagai justifikasi pada penelitian ini karena menjadi dasar di dalam pengembangan model penelitian dimana peneliti sebelumnya memberikan hasil yang beragam. Beberapa penelitian selanjutnya meneliti tentang ERC dan memunculkan metode yang lebih baru sebagai upaya untuk memperbaiki kekurangan metode standar sebelumnya, agar dapat menjadi rujukan untuk dalam penelitian selanjutnya. Barth dkk (2001) dalam penelitian mereka menjelaskan nilai relevansi menunjukkan seberapa baik angka akuntansi mencerminkan informasi yang digunakan oleh investor sehingga bisa membantu dalam pengaturan keuangan. Ball dkk (2013) menghubungkan teori konservatisme dengan penggunaan akuntansi informasi dan menyatakan bahwa pelaporan keuangan telah didukung dengan pandangan baru melalui konsep konservatisme.

Penelitian (Patatoukas, 2014) membahas kualitas laba dengan dimensi *cashflow* dan tingkat disconto memberikan kesimpulan bahwa *cashflow* cukup berperan di dalam mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Penelitiannya menyimpulkan model regresi *ERC* tradisional gagal untuk mendeteksi reaksi pasar saham terhadap informasi yang relevan dengan nilai yang disatukan secara agregat laba akuntansi. Penelitian selanjutnya diharapkan mampu menguraikan perubahan

laba agregat untuk diidentifikasi komponen mana yang lebih berkorelasi dengan informasi baru yang relevan dengan nilai saham (pendapatan atau beban, akrual atau arus kas). Dalam konteks perusahaan Inggris, Mostafa dan Dixon (2013) menemukan bahwa baik laba maupun arus kas dari operasi memiliki konten informasi tambahan satu sama lain. Sehingga informasi arus kas perlu dipelajari lebih lanjut. Studi mereka mengungkapkan laba yang ekstrem menyebabkan kenaikan konten informasi lebih moderat, lebih ekstrim dibandingkan arus kas.

Justifikasi kedua adalah dengan membangun model teoritikal yang dikembangkan dari beberapa teori, beberapa kajian literatur yang relevan sehingga dapat membantu para peneliti untuk melakukan pengembangan pada penelitian selanjutnya. Penelitian terhadap respon pasar masih sangat menarik dan peluang untuk mengembangkan masih luas dengan melibatkan berbagai teori dan literature yang memadai. Teori yang mendasari penelitian ini adalah teori pasar efisien atau *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) yang dijadikan *grand theory* pada penelitian ini yang didalamnya juga dibahas teori harga asset model (Sharpe, 1964) I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM dan (Lintner, 1965a). Beberapa teori yang mendukung variabel-variabel dalam penelitian ini menempati *range middle theory* yaitu, teori struktur modal (Modigliani dan Miller, 1958), teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976), teori signaling (Spence, 1973) dan teori akuntansi positif (Watts dan Zimmerman, 1990).

Orisinilitas dari penelitian ini terletak pada pengembangan konsep baru melalui sintesis terhadap teori-teori yang mendasari. Proses sintesis dilakukan terlebih dahulu untuk memunculkan konsep baru dan selanjutnya dilakukan pengujian terhadap model. Temuan penelitian ini membandingkan nilai koefisien respon laba dengan

menggunakan *ERC* dan nilai koefisien respon laba dengan konsep baru hasil sintesis yaitu *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)*, selanjutnya dilakukan juga perbandingan uji model terhadap keduanya. Penelitian ini dilakukan pada Bursa Efek Indonesia, diduga bahwa reaksi pasar terhadap informasi yang terkandung dalam pengumuman laba perusahaan di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan dapat berbeda jika penelitian dilakukan pada bursa efek luar negeri.

Konsep baru yang dikembangkan adalah *AERC* yang merupakan pengembangan dari *ERC* yang sebelumnya telah digunakan untuk mengukur kualitas laba. Keterbaruan ini tidak terdapat pada penelitian terdahulu. Konsep *AERC* diproposisikan sebagai kualitas laba, bahwa laba yang berkualitas adalah laba yang informatif. *AERC* merupakan ukuran besarnya kualitas laba dengan menggunakan *cumulative abnormal return*, *unexpected earnings* dan *cash flow* operasional.

Konsep baru tersebut dibangun dari dasar pemikiran tentang respon pasar dengan hasil penelitian yang beragam. Konsep dasar *AERC* ini berakar dari dua teori besar, yaitu *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) dan teori akuntansi positif (Watts & Zimmerman, 1983). Penelitian ini juga menurunkan model keseimbangan lain (Treyner, 1961a), (Treyner, 1961), (Sharpe, 1964) I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM, dan (Lintner, 1965b), (Lintner, 1965a) dengan menurunkan model penilaian harga aset dengan menggunakan model tunggal yang selanjutnya dikenal dengan *capital asset pricing model (CAPM)*. CAPM digunakan untuk memprediksikan keseimbangan *expected return* dan risiko suatu aset pada kondisi *equilibrium*. Pada dekade yang sama berkembang pula penelitian yang dilakukan oleh (Ball, 1965) untuk meneliti hubungan antara laba dan harga saham dengan menggunakan dimensi *Earning Per Share (EPS)*.

Teori lain pada sintesis konsep *AERC* adalah teori akuntansi positif yang digagas oleh (Watts dan Zimmerman, 1990) dan (Whitley, 1988) menjelaskan tiga hipotesis yang diaplikasikan untuk melakukan prediksi dalam teori akuntansi positif mengenai motivasi manajemen melakukan pengelolaan laba. Kothari menggunakan dasar teori positif, meskipun ada beberapa pandangan yang berlawanan, mereka menjelaskan bahwa cukup banyak penelitian tentang *ERC* didasarkan pada pandangan bahwa informasi akuntansi sangat penting untuk investor (Kothari dan Short, 2003). (Patatoukas, 2014) menemukan bahwa ada korelasi antara informasi baru tentang *cash flow* dan diskon tarif terhadap perubahan laba di pasar saham. Selain itu, (Mostafa dan Dixon, 2013) melaporkan bahwa laba dan arus kas dari operasi memiliki kandungan informasi incremental.

Justifikasi ketiga adalah adanya perkembangan industri manufaktur di pasar modal. Kinerja sektor perindustrian manufaktur terus menunjukkan kontribusi yang signifikan bagi perkembangan ekonomi nasional, baik dari sisi nilai tambah manufaktur (*Manufacturing Value Added*) maupun dari sisi kontribusinya terhadap Pendapatan Domestik Bruto (PDB). Sektor industri khususnya manufaktur telah memberikan kontribusi sebesar 17,88 persen terhadap PDB Indonesia. Kontribusi manufaktur Indonesia ini tertinggi di ASEAN. Selain itu, sektor manufaktur semakin berperan sebagai penopang utama ekspor Indonesia dengan kontribusi sebesar 74,10 persen, dan menyerap 17 juta tenaga kerja atau 14,05 persen tenaga kerja di sektor ekonomi. Kontribusi industri manufaktur kita sekitar 20,2 persen pada tahun 2017, capaian ini 5 persen lebih tinggi di atas rata-rata Negara lain yang hanya 15% (Badan Penelitian dan Pengembangan Industri Kementerian Perindustrian: 2018). Pemerintah berupaya terus mendorong agar investasi diarahkan pada sektor manufaktur, oleh sebab itu perlu kiranya dilakukan penelitian tentang variable-variabel yang menjadi perhatian investor pada sektor manufaktur. Variabel-

variabel tersebut diantara karakteristik perusahaan, *corporate governance*, *voluntary disclosure*, asimetri informasi dan respon pasar.

Justifikasi keempat adalah Perkembangan kapitalisasi sektor industri manufaktur mengalami peningkatan yang sangat pesat. Berdasarkan data BEI, dalam 10 tahun terakhir, nilai kapitalisasi meningkat 19,75 persen dan IHSG mengalami penguatan sebesar 20 persen (BEI, 2018). Kenaikan kapitalisasi pasar dapat dipicu oleh penambahan jumlah saham dan kenaikan harga saham. Hal ini tentu saja dipicu oleh berbagai informasi yang tersedia di pasar yang dapat direspon oleh investor, salah satunya adalah informasi tentang laba perusahaan. Merujuk pada perkembangan peningkatan kapitalisasi tersebut sehingga dirasa perlu untuk melakukan kajian terhadap saham perusahaan manufaktur dan faktor-faktor yang mempengaruhi investor dalam merespon laba perusahaan.

### **C. Rumusan Masalah**

Pengukuran respon pasar pada penelitian ini dikembangkan dari *ERC* menjadi *AERC* untuk mengukur kualitas laba akuntansi. Konsep *AERC* merupakan pengembangan dari *ERC* dengan menambahkan dimensi *cashflow*. Konsep ini dibangun dari proposisi tentang respon pasar, bahwa laba yang berkualitas adalah laba akuntansi yang informatif, yang dapat memberikan kekuatan penjelas terhadap kualitas laba yang direspon pasar.

Pengujian dilakukan baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *AERC*. Pengelompokan variabel bertujuan untuk lebih menjelaskan keterkaitan masing-masing faktor sebagai bagian dari karakteristik perusahaan atau sebagai bagian dari *corporate governance*. Penempatan konstruk *voluntary disclosure* dan asimetri informasi pada penelitian ini untuk memberikan kekuatan penjelas terhadap pengaruh tidak langsung variabel bebas terhadap *AERC*.

Berdasarkan uraian sebelumnya dapat dikemukakan beberapa permasalahan dalam penelitian ini:

1. Apakah karakteristik perusahaan berpengaruh terhadap *voluntary disclosure*?
2. Apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap asimetri informasi?
3. Apakah karakteristik perusahaan, *corporate governance*, *voluntary disclosure* dan asimetri informasi secara parsial berpengaruh terhadap *AERC*?

#### **D. Tujuan Penelitian**

Penelitian yang berkesinambungan tentang kualitas laba penting dilakukan sehingga penelitian ini mengembangkan konsep yang ada pada *ERC* menjadi *AERC*. Berdasarkan uraian pada latar belakang masalah dan penelitian terdahulu serta perumusan masalah, tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis:

1. Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *voluntary disclosure*
2. Pengaruh *corporate governance* terhadap asimetri informasi
3. Pengaruh karakteristik perusahaan, *corporate governance*, *voluntary disclosure* dan asimetri informasi secara parsial terhadap *AERC*

#### **E. Manfaat Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara praktis maupun secara teoritis. Manfaat secara praktis:

1. Emiten, investor dan profesi akuntansi: pengetahuan mengenai *leverage*, *size*, *growth*, *profitabilitas*, komite audit, kualitas audit, komisaris independen, *voluntary disclosure* dan asimetri informasi serta *AERC* yang merupakan hal yang terkait, mendorong agar informasi yang disajikan dapat bermanfaat untuk analisis dan pengambilan keputusan investasi.

2. Bagi perusahaan informasi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi respon pasar selain laba itu sendiri mendorong agar perusahaan melengkapi laporan tahunan dalam bentuk *voluntary disclosure*, karena kelengkapan informasi perusahaan diduga direspon oleh investor baik sepanjang tahun ataupun pada sekitar tanggal pengumuman laba.

Sedangkan manfaat secara teoritis, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan oleh peneliti selanjutnya sebagai bagian dari referensi untuk meneliti dan mengungkapkan faktor-faktor yang mempengaruhi respon pasar dan menguji kembali kualitas laba yang diukur dengan menggunakan *AERC* serta faktor-faktor yang mempengaruhi, baik secara langsung ataupun tidak langsung. Secara teoritis perlu juga menguji kontribusi hasil penelitian ini terhadap teori utama yang digunakan pada penelitian ini.



# BAB 2

## TELAAH PUSTAKA

### A. Telaah Teori

#### 1. Teori Pasar Efisien

##### a. Pengertian Teori Pasar Efisien

**G**rand theory penelitian ini adalah teori hipotesis pasar efisien (*the Efficient Markets Hypothesis*) yang dikembangkan pertama kali oleh Fama (Fama, 1970). Penelitian "*Behavior Stock Market Price*" yang dilakukan (Fama, 1965) merupakan dasar yang memberikan kontribusi besar terhadap konseptual dan empiris pengujian hipotesis pasar efisien. Dalam konsep tersebut dijelaskan bahwa yang dimaksud dengan pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Fama mendefinisikan pasar efisien sebagai pasar sekuritas yang harganya mencerminkan informasi yang tersedia, tidak ada sistem perdagangan atau strategi yang bisa menghasilkan keuntungan abnormal (*abnormal return*). Teori ini mengatakan bahwa tidak ada investor yang mampu mengendalikan pasar secara konsisten. Harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*". Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut (Fama, 1991).

Konsep efisiensi pasar dan konsep model-model keseimbangan merupakan dua buah konsep yang saling terkait karena konsep efisiensi pasar menjelaskan tentang bagaimana proses yang terjadi di pasar dalam pembentukan harga keseimbangan yang baru. Istilah efisiensi di dalam investasi sering kali diartikan dengan "tidak seorang pun investor bisa mengambil untung dari pasar", artinya "jika pasar efisien dan semua informasi bisa diakses secara mudah dan dengan biaya yang murah oleh semua pihak di pasar, maka harga yang terbentuk adalah harga keseimbangan, sehingga tidak seorang investor pun bisa memperoleh keuntungan tak normal dengan memanfaatkan informasi yang dimilikinya. Dalam pasar yang efisien, harga saham dapat mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi yang tersedia. Informasi tersebut dapat berupa laporan tahunan perusahaan, pembagian deviden, pemecahan saham, laporan para analis pasar modal, dan sebagainya.

Ball dan Brown (1968) merupakan orang yang pertama kali mempelajari reaksi pasar akibat informasi akuntansi. Investor akan mencari risiko yang terendah untuk saham-saham yang memiliki tingkat *return* yang sama serta akan memilih tingkat *return* yang tertinggi untuk saham-saham yang memiliki risiko yang sama. Oleh karenanya, investor sangat membutuhkan informasi mengenai tingkat *return* dan tingkat risiko dari kegiatan investasinya.

Foster (1986) menyatakan ada tiga faktor yang memengaruhi kandungan informasi dari suatu pengumuman informasi perusahaan. Pertama, ekspektasi pasar terhadap kandungan dan *timing* dari pengumuman informasi perusahaan. Semakin besar tingkat ketidakpastian, maka semakin besar pula potensi terjadinya revisi terhadap harga-harga sekuritas. Kedua, implikasi dari pengumuman laba terhadap distribusi return sekuritas di masa depan. Semakin besar revisi yang berhubungan dengan aliran kas yang diharapkan, semakin besar pula implikasi revaluasi harga sekuritas terhadap pengumuman tersebut. Ketiga, kredibilitas sumber informasi. Semakin kredibel suatu

sumber pengumuman informasi, semakin besar pula implikasi revaluasi terhadap pengumuman informasi itu.

Fama (1970) sebelumnya telah meneliti hubungan ini sebagai hipotesis pasar yang efisien yaitu sejauh mana informasi yang dipublikasikan perusahaan akan direspon oleh investor di pasar modal dan tercermin dalam harga saham. Setelah hipotesis tersebut dipublikasikan banyak penelitian yang berusaha untuk memberikan bukti yang memperkuat maupun memperlemah hipotesis pasar efisien.

Efisiensi pasar berkaitan langsung dengan relevan atau tidaknya kegiatan untuk berusaha memprediksi arah harga (*timing*). Sebagian besar kalangan akademisi berkeyakinan bahwa pasar saham merupakan pasar yang efisien. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa perubahan harga di masa mendatang hanya tergantung dari datangnya informasi baru di masa mendatang yang tidak diketahui sebelumnya. Perubahan harga terjadi dengan sangat cepat sehingga tidak memungkinkan untuk dieksploitasi sebelumnya. Karena informasi baru datangnya tidak terduga, maka perubahan harga pun tidak bisa diduga atau *randomwalk* (Fama, 1970).

Beaver (2002) menyatakan bahwa pengujian efisiensi pasar berfokus pada pengujian dampak, kecepatan dan ketidakbiasan reaksi pasar terhadap suatu peristiwa di dalam perusahaan publik maupun di pasar modal itu sendiri. Khotari (2001) menyatakan bahwa perkembangan penelitian kandungan informasi laba menjadi atribut-atribut laba akan semakin mempertanyakan hipotesis pasar efisien baik secara empiris maupun teoritis.

## **b. Bentuk Pasar Efisien**

Bentuk efisien pasar dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk efisien pasar dimaksud adalah (Fama, 1970):

1. Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*).

Hipotesis pasar efisien bentuk lemah ini menyatakan bahwa harga saham telah merefleksikan seluruh informasi yang terkandung dalam harga saham pada masa sebelumnya. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham merupakan cermin dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu. Dicontohkan apabila ada bentuk musiman atas kinerja harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga saham akan naik menjelang tutup tahun (akhir tahun) dan kemudian turun pada awal tahun. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Untuk mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari turunnya harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan pedagang tersebut akan berakibat pada turunnya harga saham perusahaan secara keseluruhan, oleh karena informasi historis (seperti harga dan volume perdagangan serta peristiwa di masa lalu) tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang, maka informasi tersebut tidak dapat digunakan lagi untuk memprediksi perubahan harga di masa mendatang. Hal ini menyebabkan investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham di masa datang dengan menggunakan data historis, seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal.

2. Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semistrong form of the efficient market hypothesis*).

Bentuk setengah kuat menyatakan bahwa seluruh informasi yang telah terpublikasi terefleksi pada harga saham. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini:

- a) Informasi yang dipublikasikan yang hanya memengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi

tersebut. Contohnya seperti pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, dan lainnya.

- b) Informasi yang dipublikasikan yang memengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Contohnya seperti regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank.
- c) Informasi yang dipublikasikan yang memengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Contohnya ialah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan.

Menurut hipotesis pasar efisien bentuk semi kuat, Fama (1991) menyebutnya sebagai studi peristiwa (*event studies*) karena harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Selain merupakan cerminan harga saham historis, harga yang tercipta juga terjadi karena informasi yang ada di pasar, termasuk di dalamnya adalah laporan keuangan dan informasi tambahan sebagaimana diwajibkan oleh peraturan akuntansi. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa peraturan keuangan lain seperti pajak bangunan (*property*) atau suku bunga dan/atau beta saham termasuk *rating* perusahaan.

Menurut konsep semi-kuat, investor tidak mungkin memperoleh *abnormal returns* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Sekali informasi tersebut menjadi informasi publik (umum) atau tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan semua informasi publik yang ada. Berlawanan dengan pendukung hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pada pasar efisien bentuk semi-kuat ada banyak investor yang berfikir bahwa mereka dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan analisis dengan menggunakan data atau informasi akuntansi (dari laporan keuangan) dan dari sumber lain untuk mengidentifikasi saham yang

salah harga (*mispriced*) yang disebut investor tersebut melakukan analisis fundamental (*Fundamental Analysis*).

3. Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*).

Menyatakan bahwa harga saham merefleksikan seluruh informasi termasuk pula *inside information*. Pasar efisien bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Sehingga, dapat dikatakan bahwa pasar efisien bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, serta informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, seperti manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor.

Bentuk pasar efisien kuat merupakan bentuk pasar efisien paling ketat. Hal ini dikarenakan harga pasar mencerminkan semua informasi, baik publik maupun non publik sehingga tidak seorangpun baik individu maupun institusi dapat memperoleh *abnormal return*, untuk suatu periode tertentu, dengan menggunakan informasi yang tersedia di publik dalam konteks kelebihan informasi, termasuk di dalamnya informasi yang hanya dapat diakses oleh orang-orang tertentu. Sehingga, efisien tidaknya pasar modal, atau tepatnya masuk dalam kelompok bentuk efisien mana sebuah pasar modal, tergantung dari ada tidaknya bukti tentang *abnormal return* yang dapat diperoleh oleh investor.

Dalam perkembangannya, para peneliti sepertinya sepakat untuk menyebut bahwa pengujian terhadap bentuk kuat hipotesis pasar efisien sering dikaitkan dengan keberhasilan dalam penggunaan akses monopolistik terhadap informasi oleh pelaku pasar tertentu. Hal ini menyebabkan efisiensi bentuk kuat dapat dikatakan unggul bila dibandingkan dengan pasar efisien bentuk lemah maupun bentuk semi kuat serta merupakan bentuk efisiensi paling tinggi dan secara empiris paling sulit untuk diuji.

Harga sekarang suatu saham (sekuritas) mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan (Fama, 1970). Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam, yaitu informasi masa lalu (misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi (misalnya rencana pemisahan saham). Contoh untuk informasi yang masih membutuhkan dugaan adalah, jika banyak investor percaya bahwa suku bunga akan segera turun, maka harga-harga akan mencerminkan kepercayaan ini sebelum penurunan sebenarnya terjadi.

Hipotesis pasar efisien dapat terjadi jika kondisi pasar secara ideal memiliki memenuhi kriteria-kriteria berikut (Fama dan French, 2012):

- a. Terdapat banyak investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
- b. Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda).
- c. Informasi diperoleh dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain.
- d. Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Di dalam pengujian pasar efisien perlu pula dijelaskan adanya ketidak-teraturan (anomali) yang ada yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali di sini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada artinya,

suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu.

Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar (Gumanti dan Utami, 2002). Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*). Gumanti dan Utami (2002) menunjukkan bahwa anomali peristiwa meliputi rekomendasi analis, *insider trading*, *listing*, dan *value line rating change*; kedua, anomali musiman meliputi *January effect*, *week-end*, *time of day*, *end of mon*, *seasonal*, dan *holidays*; ketiga, anomali perusahaan meliputi *size*, *closed end mutual funds*, *neglect institutional holdings*, dan keempat, anomali akuntansi meliputi *P/E*, *earnings surprise*, *price/sales*, *price/book value*, *dividend yield*, dan *earnings momentum*. Beberapa anomali pasar tersebut dijelaskan terperinci sebagai berikut (Jones, 2004).

- a. *Size effect*, adalah anomali perusahaan yang dijelaskan bahwa *excess return* yang diperoleh perusahaan berukuran kecil cenderung lebih tinggi dibandingkan perusahaan berukuran besar.
- b. *P/E ratio effect*, merupakan anomali yang memperlihatkan bila saham dengan rasio P/E yang rendah memiliki *return* lebih tinggi dibanding saham dengan rasio P/E tinggi. Apabila pasar memang efisien maka seharusnya tidak ada hubungan antara rasio P/E dengan *return* karena rasio ini merupakan informasi umum yang seharusnya telah tercermin dalam harga saham.
- c. *Market to book effect* menyatakan apabila saham yang mempunyai *market to book* tinggi akan cenderung mempunyai tingkat *return* yang lebih besar dibandingkan dengan saham yang memiliki *market to book*.



- d. *January effect*, adalah anomali musiman yang memperlihatkan apabila *return* di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibanding *return* di bulan Kecenderungan ini lebih besar pada perusahaan kecil dan terjadi pada lima hari pertama perdagangan di awal bulan.
- e. *Holiday effect*, menunjukkan kecenderungan *return* saham pada satu hari sebelum libur (*pre holiday return*) dan *return* saham sehari setelah libur (*post holiday return*) lebih tinggi dibanding *return* saham di hari-hari
- f. *The day of the week effect* adalah anomali di mana perbedaan hari perdagangan berpengaruh terhadap pola *return* saham dalam satu minggu. Variasi anomaly ini dikenal antara lain adalah *Monday effect* dan *weekend effect*.
- g. *Intraday effect*, mengungkapkan bila *return* saham suatu jam perdagangan tertentu berbeda dengan jam perdagangan lain meski masih berada dalam satu hari yang sama.
- h. *Turn of the month effect* merupakan jenis anomali dengan tingkat pengembalian pada awal bulan selalu lebih tinggi atau positif dibandingkan dengan akhir bulan yang bisa mencapai negatif dan *turn of the year effect* apabila perbedaan *return* terkait dengan waktu di sekitar pergantian tahun.

Penyelidikan tentang anomali juga telah dilakukan oleh Ball (1978) yang menguji bukti-bukti dari penelitian sebelumnya tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman laba. Ball (1978) menemukan bahwa pengumuman akhir *return abnormal* disesuaikan berdasarkan risiko secara sistematis tidak nol pada perioda setelah pengumuman laba yang tidak konsisten dengan hipotesis pasar efisien. Ball (1978) berargumentasi bahwa *return abnormal* yang tidak nol tersebut terjadi karena ketidakcukupan dua parameter dalam model penilaian aset untuk menyesuaikan diferensial risiko dalam penelitian itu dan bukan disebabkan inefisiensi dalam penilaian saham.

Namun, Watt (1978) menentang kesimpulan di atas melalui penelitian terjadinya *return abnormal* setelah pengumuman laba kuartalan. Menurut Watt (1978), inefisiensi memang terjadi di pasar dan bukan disebabkan pengaruh defisiensi dalam metodologi model penilaian harga aset. Namun demikian efisiensi pasar terjadi setelah biaya transaksi untuk *broker* dihilangkan dari analisis. Anomali pasar efisien juga terjadi akibat adanya variansi dalam *return* masa datang harga opsi, informasi pemecahan saham, deviden dan deviden tunai (Long, 1978).

Ball (1994) mengategorikan kelemahan teori efisien pasar dalam tiga kategori yaitu (1) teori pasar efisien gagal menjelaskan aspek-aspek tertentu dari perilaku harga saham, yang dalam literatur dikenal sebagai anomali, (2) ketimpangan dalam efisiensi sebagai sebuah model pasar, dan (3) permasalahan dalam pengujian model efisiensi. Kelemahan ini terjadi karena asumsi yang mendasari hipotesis efisiensi pasar bahwa informasi sebagai komoditi yang tersedia murah bahkan tidak berbiaya dan mengasumsikan homogenitas perilaku para investor dalam menyikapi suatu informasi (Ball, 1999).

Pada faktanya, informasi yang tersedia di pasar modal memang menjadi informasi publik dan dapat dipergunakan untuk melakukan pengambilan keputusan membeli, menjual atau menahan saham yang dimiliki investor. Namun, untuk mencapai keputusan tersebut, seorang investor, akan mengolah informasi terlebih dahulu dan melakukan penyesuaian sesuai dengan kebutuhan dalam pengambilan keputusan. Hal ini mengandung arti bahwa informasi publik tersebut akan mengandung biaya pengolahan informasi. Pada sisi lain, jika informasi tidak berbiaya, maka risiko yang dihadapi oleh para investor juga rendah sehingga *return* yang diperoleh akan rendah pula. Informasi yang tersedia tersebut merupakan informasi yang relevan untuk dipergunakan dalam penilaian sekuritas dimana informasi yang relevan tersebut dengan segera tercermin pada harga sekuritas.

### c. Pengujian Pasar Efisien Menggunakan Return Harapan

Pasar efisien mengimplikasikan bahwa return harapan adalah sepadan dengan risiko sekuritas yang dalam hal ini diukur dengan volatilitas *return* sekuritas. Dalam pasar efisien, harga sekuritas seharusnya merefleksikan informasi mengenai risiko dan harapan berkaitan dengan *return* di masa depan. Sedangkan jika pasar tidak efisien, maka sekuritas-sekuritas akan menghasilkan return yang lebih besar dibanding normalnya yang disebut dengan *return* tak normal (*excess return*). Brown dan Warner (1980) menggunakan tiga model untuk menentukan *return* harapan dalam rangka menguji efisiensi pasar.

Adapun ketiga model tersebut adalah sebagai berikut.

#### 1) *Mean adjusted return*

Jika pasar adalah efisien dan *return* saham bervariasi secara *random* di sekitar nilai sebenarnya (*true value*), maka rata-rata *return* sekuritas yang dihitung dari perioda sebelumnya dapat digunakan sebagai *return* harapan. Formulasnya adalah sebagai berikut: Brown dan Warner (1980)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_i$$

Dimana:

$AR_{i,t}$  : *return* tak normal sekuritas *i* pada hari *t*.

$R_{i,t}$  : *return* aktual sekuritas *i* pada hari *t*.

$R_i$  : rata-rata *return* sekuritas *i* selama sekian hari sebelum hari *t*

#### 2) *Market adjusted return*

Pergerakan saham-saham individual sering dihubungkan dengan pergerakan bersama dalam pasar. Sehingga, salah satu teknik untuk menghitung *return* tak normal adalah dengan menghilangkan

pengaruh pasar terhadap *return* harian sekuritas. *Return* tak normal dihitung dengan mengurangkan *return* pasar pada hari t ( $R_{M,t}$ ) dari *return* saham, seperti ditunjukkan pada persamaan berikut: Brown dan Warner (1980)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

Dimana:

$AR_{i,t}$  : *return* tak normal sekuritas i pada hari t.

$R_{i,t}$  : *return* aktual sekuritas i pada hari t.

$R_{M,t}$  : *return* pasar sekuritas M pada hari t

### 3) *Market-model return*

Teknik ini merupakan cara yang lebih canggih dengan menggambarkan hubungan antara sekuritas dengan pasar dalam sebuah persamaan regresi linier sederhana antara *return* sekuritas dengan *return* pasar. *Market model* digambarkan dengan persamaan berikut: Brown dan Warner (1980)

$$R_i = a_1 + b_1 R_m + e_i$$

Dimana:

$a_1$  : intersep dalam regresi untuk sekuritas i.

$b_1$  : koefisien regresi yang menyatakan *slope* garis regresi.

$R_m$  : Mengukur perubahan yang diharapkan dalam *return* sekuritas sehubungan dengan perubahan dalam *return* pasar.

$e_i$  : kekeliruan regresi.

## d. Teori Keseimbangan

Teori pasar efisien merupakan pengembangan dari teori-teori keseimbangan seperti yang dikembangkan oleh Sharpe dalam *Journal of Finance* September 1964 dalam artikelnya "*Capital Asset Prices: A*

*Theory of Market Equilibrium* (Sharpe, 1964) *I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM, John Lintner dalam artikelnya: "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets" dalam Review of Economics and Statistic, Februari 1965 dan Jan Mossin dalam artikelnya "Equilibrium in Capital Asset Market" di econometrica, Oktober 1966. Ketiga Ilmuwan ini memberikan kontribusi dalam pengembangan teori portofolio, yang dikenal dengan Teori Keseimbangan Pasar Modal (Sharpe, 1964) I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM, (Lintner, 1965b), (Mossin, 1966).*

Teori Harga Aset Modal dikembangkan oleh (Treyner, 1961b), (Sharpe, 1964) *I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM dan (Lintner, 1965a), menerapkan analisis normatif Markowitz dengan menurunkan model penilaian harga aset. William Sharpe mengembangkan model yang disebut dengan Model Indeks Tunggal (*single index model*). Model ini dapat digunakan untuk menyederhanakan perhitungan di model Markowitz dengan menyediakan parameter-parameter input yang dibutuhkan di dalam perhitungan model Markowitz. Di samping itu, model indeks tunggal dapat juga digunakan untuk menghitung *return* ekpektasian dan risiko portofolio. Model indeks tunggal atau model satu faktor mengasumsikan bahwa imbal hasil atau *return* antara dua*

sekuritas atau lebih akan berkorelasi yaitu akan bergerak bersama dan mempunyai reaksi yang sama terhadap satu faktor atau indeks tunggal yang dimasukkan dalam model. Faktor atau indeks yang digunakan dalam model indeks tunggal adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Model penentuan resiko lain dikenal *capital asset pricing model (CAPM)*. Model CAPM berasumsi bahwa investor memiliki portofolio yang terdiversifikasi dimana resiko tidak sistematik (*unsystematic risk*) (Sharpe, 1964) *I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM.* Resiko sistematik diartikan sebagai resiko yang menunjukkan sensitivitas suatu aset (portofolio) terhadap faktor-faktor ekonomi keseluruhan atau pasarnya, seperti suku bunga, nilai tukar, inflasi dan fluktuasi siklus usaha. Model ini mengasumsikan bahwa pendapatan saham dipengaruhi oleh satu faktor, yaitu premi resiko pasar dan merupakan model dalam menentukan harga suatu assets pada kondisi *equilibrium* (Mossin, 1966).

CAPM digunakan untuk memprediksikan keseimbangan *expected return* dan resiko suatu aset pada kondisi *equilibrium*. Dalam hal ini resiko yang diperhitungkan hanyalah resiko sistematis (*systematic risk*) atau resiko pasar yang diukur dengan beta ( $\beta$ ). *Expected return* suatu sekuritas untuk model CAPM dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Womack dan Zhang, 2003):

$$E(R_i) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

Dimana  $E(R_i)$  merupakan *return* yang diharapkan dari sekuritas  $i$  yang mengandung resiko,  $R_f$  merupakan tingkat pendapatan bebas resiko,  $E(R_m)$  merupakan *return* yang diharapkan dari portofolio pasar dan  $\beta$  merupakan tolak ukur resiko sistematik. Dalam keadaan *equilibrium* tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor untuk suatu saham

dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Dalam hal ini risiko yang diperhitungkan adalah risiko sistematis yang diwakili oleh beta, karena risiko yang tidak sistematis bisa dihilangkan dengan cara diversifikasi.

CAPM juga mengasumsikan bahwa pasar saham yang ideal adalah pasar saham yang besar, dan para investor adalah para *price takers*, tidak ada pajak maupun biaya transaksi, semua aset dapat diperdagangkan secara umum, dan para investor dapat meminjam maupun meminjamkan pada jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga tetap yang tidak berisiko (*fixed risk free rate*). Jika semua asumsi di atas terpenuhi maka akan terbentuk suatu pasar keseimbangan (*equilibrium*). Dalam kondisi pasar yang seimbang, investor tidak akan bisa memperoleh *return abnormal* (*return ekstra*) dari tingkat harga yang terbentuk, 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 *efficient frontier* dan sekaligus merupakan portofolio yang optimal.

*Capital Market Line (CML)* merupakan hubungan antara *return* ekspektasi dengan risiko total dari portofolio efisien pada pasar yang seimbang. Kemiringan (*Slope*) CML menggunakan rumus: (Nielsen dan Vassalou, 2006)

$$\frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}$$

Slope mengindikasikan tambahan return yang disyaratkan untuk setiap kenaikan 1% risiko portofolio. Persamaan CML: (Nielsen dan Vassalou, 2006)

$$E(R_p) = R_f + \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m} \sigma_p$$

Hubungan linier antara *return* harapan dan beta yang berasal dari CAPM (resiko sistematik) disebut *Security Market Line (SML)*. *Slope* dari grafik SML tersebut menunjukkan risiko premium pasar (*market*

*risk premium*). Titik potong grafik SML terhadap sumbu Y disebut dengan tingkat pengembalian bebas risiko (*risk-free asset*).

Perhatian mengenai model keseimbangan ini telah secara menerus dikembangkan. Beberapa diantaranya adalah (Rubinstein, 1973) dan (Levy dan Markowitz, 1979) yang mengembangkan formulasi *mean-variance*. Formulasi ini kemudian dikembangkan lebih lanjut dan diklarifikasi melalui evaluasi portofolio yang mendasarkan pada *Assets Pricing Model* ini sebagai *mean variance optimalization* (Chiu dkk, 2006).

Kelemahan-kelemahan empiris yang terjadi pada model CAPM mendorong para ahli manajemen keuangan untuk mencari model alternatif yang menerangkan hubungan pendapatan dengan risiko saham. (Lo dan MacKinlay, 1990) menjelaskan bahwa *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan hasil utama dari ekonomi keuangan modern. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) memberikan prediksi yang tepat antara hubungan risiko sebuah aset dan tingkat harapan pengembalian (*expected return*). Walaupun *Capital Asset Pricing Model* belum dapat dibuktikan secara empiris, *Capital Asset Pricing Model* sudah luas digunakan karena *Capital Asset Pricing Model* akurasi yang cukup pada aplikasi penting.

## **2. Teori Struktur Modal**

Struktur modal pada penelitian ini merupakan *middle theory*, yang dikembangkan oleh (Modigliani dan Miller, 1958). Menurut Brealey dkk (2012:4) struktur modal adalah pilihan antara pendanaan utang atau ekuitas. Struktur modal menjelaskan bagaimana perusahaan menentukan modal perusahaan, apakah didanai melalui pendanaan utang ataupun modal sendiri dengan memperhatikan kelebihan dan kekurangan yang ada sehingga dapat ditentukan bagaimana struktur yang paling baik bagi perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan asumsi *ceteris paribus*. Struktur modal yang mampu memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik.



Hutang dalam hal ini merupakan sumber pendanaan dari eksternal yang mengandung resiko tinggi karena akan menimbulkan biaya bunga bagi perusahaan. Namun jika perusahaan hanya menggunakan modal dana internal saja, maka akan terjadi *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Perusahaan harus dapat melakukan keseimbangan finansial dalam perusahaan, yaitu keseimbangan antara aktiva dengan dengan sumber pendanaan dengan sebaik-baiknya. Keseimbangan finansial ini dapat dicapai apabila perusahaan dapat menjalankan fungsinya dan memenuhi keseimbangan antara jumlah modal yang tersedia dengan modal yang dibutuhkan. Menurut (Brealey dkk, 2012) “Risiko yang makin tinggi cenderung menurunkan harga saham, namun meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*) akan menaikkan harga saham”, sehingga struktur modal yang harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang memaksimumkan harga saham.

Terdapat empat faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal menurut (Brigham dan Ehrhardt, 2013), yaitu:

- a. Risiko bisnis, atau tingkat risiko yang terkandung dalam operasi perusahaan apabila perusahaan tidak menggunakan utang.
- b. Posisi pajak perusahaan. Alasan utama perusahaan menggunakan pendanaan yang berasal dari utang adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam penghitungan pajak, sehingga menurunkan biaya utang yang sesungguhnya, jika sebagian besar dari pendapatan perusahaan telah terhindar dari pajak, karena penghitungan penyusutan, bunga yang beredar saat ini, atau kerugian pajak yang dikompensasi, maka tambahan utang tidak banyak memberi manfaat sebagaimana yang dirasakan perusahaan dengan tarif pajak efektif yang lebih tinggi.
- c. Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar apabila perusahaan menghadapi kesulitan operasi.

- d. *Konservatisme* atau *agresivitas* manajemen. Sebagian manajer lebih agresif dari yang lain, sehingga sebagian perusahaan lebih cenderung menggunakan utang untuk meningkatkan laba.

Teori Sturture modal dibagi menjadi 2 bagian, yaitu:

- a. Teori struktur modal tradisional
- b. Teori struktur modal modern

Berikut ini adalah penjelasan masing-masing teori struktur modal:

- a. Teori sturktur modal tradisional

Merupakan teori tradisional yang menjelaskan pendekatan pada struktur modal berdasarkan faktor-faktor yang ada sehingga dapat ditemukan struktur modal yang baik. Teori struktur modal tradisional memiliki tiga pendekatan yaitu:

- 1) Pendekatan laba bersih (*net income approach*)

Pendekatan laba bersih mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang yang konstan pula, ketika tingkat kapitalisasi dan tingkat biaya hutang konstan maka semakin besar jumlah hutang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata semakin kecil sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar, nilai perusahaan akan meningkat.

- 2) Pendekatan laba operasi (*net operating income approach*)

Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang yang digunakan oleh perusahaan.

- 3) Pendekatan tradisional (*traditional approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga *leverage* tertentu, resiko perusahaan tidak mengalami perubahan, sehingga baik tingkat bunga hutang maupun tingkat kapitalisasi relative

konstan. Namun demikian setelah *leverage* atau rasio hutang tertentu, biaya hutang dan biaya modal sendiri meningkat.

b. Teori struktur modal modern

Teori struktur modal terdiri dari Modigliani dan Miller *Theory*, *trade-off theory*, *pecking order theory*, dan *signalling theory*.

**a. Teori Modigliani dan Miller (tanpa pajak)**

Teori struktur modal modern yang pertama adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM) (Modigliani dan Miller, 1958). Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka, yaitu:

1. Tidak terdapat *agency cost*.
2. Tidak ada pajak.
3. Investor dapat berhutang dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perusahaan
4. Investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai prospek perusahaan di masa depan
5. Tidak ada biaya kebangkrutan
6. *Earning Before Interest and Taxes (EBIT)* tidak dipengaruhi oleh penggunaan dari hutang.
7. Para investor adalah *price-takers*.
8. Jika terjadi kebangkrutan maka aset dapat dijual pada harga pasar (*market value*).

**b. Teori Modigliani dan Miller (dengan pajak)**

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya (Modigliani dan Miller, 1958). Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak,

karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Miller menyajikan suatu teori struktur modal yang juga meliputi pajak untuk penghasilan pribadi. Pajak pribadi ini adalah pajak penghasilan dari saham dan pajak penghasilan dari obligasi. Tiga faktor penentu struktur modal adalah kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Kondisi di pasar saham dan pasar obligasi yang mengalami perubahan baik jangka pendek dan panjang, sangat berpengaruh struktur modal perusahaan yang optimal, sementara kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan. Terakhir, mempertahankan fleksibilitas keuangan, jika dilihat dari sudut pandang operasional berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai, dan hal ini berpengaruh terhadap pilihan struktur modal yang dianggap optimal bagi perusahaan.

Struktur Modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek, sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian. Risiko yang lebih tinggi cenderung menurunkan harga saham, tetapi ekspektasi tingkat pengembalian yang lebih tinggi akan menaikkannya. Karena itu, struktur modal yang optimal harus mencapai suatu keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Risiko keuangan (*financial risk*) adalah tambahan risiko yang dibebankan kepada para pemegang saham biasa sebagai hasil dari keputusan untuk mendapatkan pendanaan melalui utang. Secara konseptual, pemegang saham menghadapi sejumlah risiko yang *inheren* pada operasi perusahaan, yaitu risiko bisnis yang didefinisikan sebagai ketidakpastian yang *inheren* pada proyeksi laba operasi masa depan. Perusahaan menggunakan utang (*leverage* keuangan), maka hal ini akan mengonsentrasikan risiko bisnis pada pemegang saham biasa. Pada umumnya, pendanaan melalui utang akan meningkatkan tingkat

pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi, tetapi utang jugam meningkatkan tingkat risiko dari investasi tersebut bagi pemegang sahamnya (Modigliani dan Miller, 1963). Struktur modal yang optimal adalah struktur yang memaksimalkan harga dari perusahaan, dan hal ini biasanya meminta rasio utang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan EPS yang diharapkan.

### **c. Trade off theory**

Menurut *trade off theory* yang diungkapkan oleh (Myers dan Majluf, 1984), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)” *Financial distress* adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan (Hellwig, 1981). *Trade off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Manajer Keuangan dalam kenyataannya jarang berpikir demikian. Donaldson (2000) melakukan pengamatan terhadap perilaku struktur modal perusahaan di Amerika Serikat. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung rasio hutangnya rendah. Hal ini

berlawanan dengan pendapat *trade off theory*. *Trade off theory* tidak dapat menjelaskan korelasi negatif antara tingkat profitabilitas dan rasio hutang.

#### **d. Pecking Order Theory**

Menurut (Myers dan Majluf, 1984), *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh (Megginson, 2004), terdapat hierarki dalam memilih sumber pendanaan, yaitu:

1. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
2. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
3. Perusahaan memiliki kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
4. Perusahaan mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia. *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan-pendanaan. Manajer keuangan tidak

memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

Namun kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti urutan (hierarki) yang disebutkan dalam *pecking order theory*. Penelitian yang dilakukan oleh (Frank dan Goyal, 2003) menyatakan bahwa “Perusahaan-perusahaan di negara berkembang lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas daripada berhutang dalam membiayai perusahaannya.” Hal ini berlawanan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham pada saat membutuhkan pendanaan eksternal.

### 3. Teori Keagenan

Teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) pada penelitian ini juga sebagai middle teori yang mendasari penggunaan beberapa variable. Teori Keagenan menjelaskan hubungan keagenan sebagai “*agency relationship as a contract under which one or more person (the principals) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*”. Hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara manajer selaku agen dengan pemilik sebagai *principal* perusahaan. *Principal* memberikan kewenangan dan otoritas kepada agen untuk menjalankan perusahaan demi kepentingan *principal*.

Hubungan keagenan terjadi pemisahan kepemilikan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan pengelola perusahaan (*agent*). Pemisahan ini menyebabkan pemilik perusahaan memberikan kewenangan pada pengelola untuk mengurus jalannya perusahaan, seperti mengelola dana

dan mengambil keputusan perusahaan lainnya untuk dan atas nama pemilik. Kewenangan ini bisa berdampak pengelola tidak bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemilik karena adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) antara pemilik dan pengelola. Pemilik dan pengelola cenderung berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan masing-masing sehingga ada kemungkinan jika pengelola tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik dari pemilik (Eisenhardt, 1989).

Jensen dan Meckling mendefinisikan konsep biaya agen (*agency costs*), menunjukkan hubungannya dengan masalah pemisahan dan kontrol, menyelidiki sifat dari biaya agen yang dihasilkan oleh hutang dan diluar ekuitas, menunjukkan siapa yang menanggung biaya dan mengapa (Jensen dan Meckling, 1976). Hubungan keagenan ini mengakibatkan dua permasalahan adanya *information Asymmetry* dan *Conflict of interest*. Masalah agensi ini terjadi antara *principal* dan *agent* berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. *Agency cost* terdiri atas tiga bagian yaitu *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual loss* (Morris, 1987).

Menurut (Jensen dan Meckling, 1976) potensi konflik keagenan dapat terjadi karena manajer berupaya untuk memaksimalkan keuntungan sendiri yang disebabkan karena manajer perusahaan memiliki sedikit saham di perusahaan. Potensi ini juga dipicu oleh adanya pemisahan kekuasaan antara fungsi pengelola dan fungsi kepilikan. Pemisahan fungsi ini mendorong rasa ketidakpercayaan dari pihak pemegang saham terhadap kebijakan atau keputusan yang diambil oleh manajemen, Hal ini dapat mempengaruhi tindakan para investor yang pada akhirnya akan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan dan harga saham.

Untuk meminimalisir kondisi tersebut diperlukan monitoring sebagai fungsi kepemilikan dari pihak pemegang saham terhadap fungsi pengelolaan yang dilakukan oleh manajemen (Fred dan Copeland, 1992). Monitoring atau pengawasan oleh pihak *principal* yang dilakukan oleh pihak independen mengakibatkan munculnya biaya monitoring yang



merupakan salah satu *agency cost*. *Monitoring cost* merupakan biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agent. Biaya yang ditimbulkan dapat mengurangi aliran kas bebas dengan meningkatkan hutang dan distribusi kas kepada pemegang saham melalui dividen atau pembelian kembali saham. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menempatkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan *principal*, misalnya meningkatkan pembayaran dividen dan jumlah hutang, sedangkan *residual loss* merupakan pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran *principal* sebagai akibat dari perbedaan keputusan agen dan keputusan *principal* (Blume dan Keim, 2014).

Apabila tidak dilakukan tindakan pengawasan atau monitoring terhadap perilaku atau kebijakan pihak manajemen akan memungkinkan terjadinya kerugian bagi pihak pemegang saham. Menurut (Bathala *dkk*, 1994) untuk mengurangi konflik antara manajer dan para pemegang saham dapat dilakukan dengan cara meningkatkan:

- a. Kepemilikan saham oleh manajer (*insider ownership*)
- b. Rasio dividen terhadap laba bersih perusahaan (*earning after tax*)
- c. Pendanaan melalui sumber hutang
- d. Kepemilikan oleh institusi (*institutional holding*)

Peningkatan kepemilikan oleh manajer diharapkan adanya penyeteraan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga dapat mengurangi terjadinya konflik diantara keduanya.

Kesenjangan kepentingan tersebut mengharuskan manajer memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Ada dugaan informasi yang disampaikan oleh manajer terkadang tidak sesuai dengan kondisi perusahaan yang sebenarnya karena manajer cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya. Keadaan yang seperti ini dikenal dengan asimetri informasi yang diduga

dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan praktik manajemen laba (*earning management*) (Lang dkk, 2006).

Asimetri informasi adalah suatu keadaan di mana *agent* mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dan prospek perusahaan dimasa yang akan datang dibandingkan dengan *principal*. Asimetri informasi yang terjadi antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) memberikan kesempatan kepada manajer untuk bertindak oportunistis, yaitu demi memperoleh keuntungan pribadi. Asimetri Informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan dengan pemilik dan *stakeholder* lainnya. Sehingga asimetri informasi diduga akan mempengaruhi investor dalam merespon laba yang dilaporkan oleh perusahaan. Asimetri informasi ini dapat dikurangi dengan cara transparansi dalam penyampaian laporan keuangan (Loder dkk, 2004).

#### **4. Teori Pensinyalan**

Teori pensinyalan (*Signalling Theory*) atau teori sinyal berakar dalam gagasan informasi asimetris, yang mengatakan bahwa pihak-pihak di dalam lingkungan perusahaan (*corporate insiders*) umumnya memiliki informasi yang lebih bagus tentang kondisi perusahaan dan prospek masa depan dibandingkan dengan pihak luar, misalnya investor, kreditor, atau pemerintah, bahkan pemegang saham. Kondisi ini mengisyaratkan terjadinya ketimpangan informasi diantara kedua belah pihak dimana satu pihak memiliki informasi lebih dan pihak lain tidak yang dalam teori keuangan dikenal dengan ketimpangan informasi (*asymetri informasi*).

Ketimpangan informasi ini menyebabkan investor akan kesulitan di dalam memperoleh informasi yang benar tentang kualitas perusahaan. Teori sinyal berawal dari tulisan (Akerlof, 1970) yang memperkenalkan istilah *asymetri informasi* pada penelitiannya "*The Market for lemons*". Akerlof pada penelitiannya menjelaskan tentang ketidakseimbangan kualitas produk antara pembeli dan penjual dengan melakukan pengujian

pada pasar mobil bekas. Penelitiannya menemukan bahwa pembeli yang tidak memiliki informasi yang cukup terkait suatu produk tertentu, maka akan menilai semua produk pada harga yang sama. Sementara di sisi lain penjual mungkin memiliki informasi lebih baik dari pembeli tersebut. Ketimpangan informasi ini dapat dikurangi jika penjual memberikan sinyal berupa informasi kepada pembeli.

Dalam perkembangannya, teori sinyal diterapkan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan berkenaan dengan hal-hal yang secara khusus melekat di dalam perusahaan. Model-model teori sinyal dikembangkan dan diupayakan untuk mampu menjawab beberapa pertanyaan pokok terkait dengan kebijakan perusahaan, (Spence, 1973) meneliti masalah ketimpangan informasi di pasar tenaga kerja (*labor markets*) dan mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja baik menggunakan informasi finansial untuk mengirimkan sinyal ke pasar. Model lain dikembangkan dalam keputusan struktur modal (Ross, 1976), yang menjelaskan bagaimana utang dapat digunakan sebagai sinyal mahal untuk membedakan perusahaan yang *undervalued* dari yang *overvalued*.

Penelitian Ross (1976), menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Hal positif dalam *signalling theory* dimana perusahaan yang memberikan informasi yang bagus akan membedakan mereka dengan perusahaan yang tidak memiliki “berita bagus” dengan menginformasikan pada pasar tentang keadaan mereka, sinyal tentang bagusnya kinerja masa depan yang diberikan oleh perusahaan yang kinerja keuangan masa lalunya tidak bagus tidak akan dipercaya oleh pasar.

Manajer pada umumnya termotivasi untuk menyampaikan informasi yang baik mengenai perusahaannya kepada publik secepat mungkin, misalnya melalui website. Namun pihak diluar perusahaan tidak tahu

kebenaran dari informasi yang disampaikan tersebut. Jika manajer dapat memberi sinyal yang meyakinkan, maka publik akan terkesan dan hal ini akan terefleksi pada harga sekuritas. Jadi dapat disimpulkan karena adanya *asymetri information*, pemberian sinyal kepada investor atau publik melalui keputusan-keputusan manajemen menjadi sangat penting (Bowen dan Venkatachalam, 2008).

*Corporate Governance* dapat membantu menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan kepentingan pemegang saham dan meningkatkan reliabilitas informasi *financial* serta integritas proses pelaporan *financial* (Zeng, 2014). Konsep *Corporate Governance* ditujukan untuk meningkatkan kinerja perusahaan melalui supervisi atau monitoring kinerja manajemen dan menjamin akuntabilitas manajemen terhadap stakeholder dengan mendasar pada kerangka peraturan. *Corporate Governance* memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh *retur* atas investasinya. Beberapa mekanisme *Corporate Governance* diharapkan dapat mengatasi masalah keagenan yang ada (Brealey dkk, 2012).

## **5. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Respon Pasar**

### **a. Karakteristik Perusahaan**

Karakteristik perusahaan merupakan ciri-ciri yang melekat pada perusahaan dan membedakan perusahaan yang satu dengan yang lainnya. Pada dasarnya karakteristik perusahaan dibagi ke dalam 3 kategori (Haniffa dan Cooke, 2002):

1. Struktur yang meliputi ukuran perusahaan (*size*), *leverage*, diversifikasi, kompleksitas struktur kepemilikan
2. Kinerja (profitabilitas)
3. Pasar, meliputi tipe industri, status listing, tipe auditor, lamanya listing, aktivitas perdagangan luar negeri.

Penetapan variabel-variabel yang mencerminkan karakteristik perusahaan dalam konteks laporan keuangan menurut Lang dan

Lundholm (1993) terdiri atas variabel-variabel yang berkaitan dengan struktur yang dititikberatkan pada finansial, variabel-variabel yang berkaitan dengan kinerja, dan variabel-variabel yang berkaitan dengan pasar. Pengkategorian karakteristik perusahaan kedalam tiga kategori ini diikuti oleh Wallace (1994) dan Alsaeed (2005). Wallace (1994) menjabarkan definisi struktur finansial, kinerja dan pasar secara lebih jelas, Wallace merubah variabel-variabel dalam ketiga kategori variabel yang dipakai oleh Lund dan Lundholm (1993) lebih tepat. Wallace menjabarkan ketiga kategori variabel karakteristik perusahaan itu dalam sembilan variabel akuntansi yaitu ukuran perusahaan, solvensi, rasio likuiditas, laba return, laba marginal, tipe industri, tipe auditor dan status pendaftaran. Alsaeed (2005) membagi karakteristik perusahaan dalam ketiga kategori variabel-variabel yang berkaitan dengan struktur, variabel-variabel yang berkaitan dengan kinerja dan variabel-variabel yang berkaitan dengan pasar. Alsaeed menambahkan variabel-variabel baru sebagai penyempurnaan dari model yang dibuat Wallace (1994), Alsaeed menguraikan menjadi delapan variabel akuntansi yaitu ukuran perusahaan, rasio leverage, konsentrasi kepemilikan, umur perusahaan, laba marginal, rasio perputaran ekuitas, rasio likuiditas, tipe industri dan tipe auditor.

Karakteristik perusahaan yang diproksikan sebagai rasio keuangan pada penelitian ini seperti ukuran perusahaan (*size*), *growth*, *profitabilitas* dan *leverage* diprediksi dapat mempengaruhi respon pasar.

#### 1. *Leverage*

*Leverage* keuangan (*financial Leverage*) merupakan suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Pada umumnya ada dua jenis *leverage*, yaitu *leverage* operasi (*operating everage*) dan *leverage* keuangan (*financial leverage*), yang dimaksud *leverage* dalam penelitian ini adalah *leverage* keuangan.

*Leverage* keuangan menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya (Michael dan Meckling, 1976).

Rasio *Leverage* adalah ukuran dari seberapa banyak aset perusahaan berpengaruh terhadap *equitas*. Perusahaan dengan rasio *Leverage* yang tinggi berarti bahwa perusahaan menggunakan hutang dan kewajiban lainnya untuk membiayai *asset* dan berisiko lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan *Leverage* yang lebih rendah (Myers, 2007). Pada intinya, rasio *leverage* adalah rasio hutang terhadap *equitas* dan akan bergerak secara bersamaan dengan hutang terhadap *equitas* jika sebuah perusahaan dapat menggunakan *asset* tersebut pada pengembalian lebih tinggi dari biaya utang, dan akan meningkatkan pengembalian pada modal. Jika tidak utang perusahaan akan melebihi aktiva, maka biaya utang dapat lebih besar dari laba atas *asset*. Dalam jangka panjang, ini akan mengakibatkan kebangkrutan. Investor harus mengambil ini menjadi pertimbangan ketika berinvestasi di suatu perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi, terutama pada saat kenaikan tingkat suku bunga. Tingkat *leverage* tergantung pada banyak faktor seperti ketersediaan jaminan, kekuatan arus kas operasi dan perawatan pajak. Dengan demikian, investor harus berhati-hati tentang membandingkan *leverage* keuangan antara perusahaan dari industri yang berbeda (Moradi dkk, 2010).

Penelitian Dechow dkk (2010) membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap koefisien respon laba yang diprosikan dengan *ERC*. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi memiliki arti perusahaan memiliki hutang yang lebih besar dibandingkan modal. Dengan demikian jika terjadi peningkatan laba maka yang diuntungkan adalah *debtholders*, sehingga semakin baik kondisi laba perusahaan maka semakin negatif respon pemegang saham, karena pemegang saham beranggapan bahwa laba tersebut hanya menggantungkan kreditur.

Sedangkan Basu menyatakan bahwa besarnya hutang menunjukkan kualitas perusahaan serta prospek yang kurang baik pada masa mendatang.

Untuk perusahaan dengan hutang yang banyak, peningkatan laba akan menguatkan posisi dan keamanan *bondholders* daripada pemegang saham (Basu, 2005).

Hasil penelitian Murwaningsari menyatakan terdapat pengaruh negatif antara *leverage* terhadap *Earning Response Coefficient (ERC)*. Sedangkan (Hodgson dan Clarke, 2000) menyimpulkan pengaruh *Leverage* dengan *ERC* yang tidak signifikan (Murwaningsari, 2008).

## 2. *Size* Perusahaan

*Size*/ Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan menggunakan total aktiva (*asset*) perusahaan, total penjualan dan kapitalisasi pasar. Ukuran perusahaan merupakan atau besarnya *asset* yang dimiliki oleh perusahaan (Evans, 1987). Ukuran perusahaan merupakan skala yang menunjukkan besar atau kecilnya suatu perusahaan/ industri yang ditetapkan berdasarkan jumlah tenaga kerja dan atau nilai investasi.

Kategori ukuran perusahaan sesuai Peraturan Menteri Perindustrian RI Nomor: 64/M-IND/PER/7/2016 Tentang Besaran jumlah Tenaga Kerja dan Nilai Investasi untuk Klasifikasi Usaha Industri adalah:

### a) Industri kecil (*small firm*)

Industri kecil merupakan industri yang memperkerjakan paling banyak 19 orang dan memiliki nilai investasi kurang dari Rp. 1.000.000.000 (satu milyar rupiah) tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.

### b) Industri Menengah (*medium firm*)

Industri menengah merupakan industri yang memperkerjakan paling banyak 19 orang dan memiliki nilai investasi paling sedikit Rp. 1.000.000.000 (satu milyar rupiah) atau memperkerjakan paling sedikit 20 orang dengan nilai investasi paling banyak Rp. 15.000.000.000 (lima belas milyar rupiah).

c) Perusahaan Besar (*large firm*)

Industri besar merupakan industri yang memperkerjakan paling sedikit 20 orang dan memiliki nilai investasi lebih dari Rp. 15.000.000.000 (lima belas milyar rupiah).

Besar kecilnya perusahaan akan mempengaruhi kemampuan dalam menanggung resiko yang mungkin timbul dari berbagai situasi yang dihadapi perusahaan. Perusahaan besar memiliki resiko yang lebih rendah dari pada perusahaan kecil. Investor lebih merespon secara positif terhadap perusahaan yang berskala besar sehingga akan meningkatkan nilai bagi perusahaan.

Proksi yang digunakan sebagai pengukur ukuran perusahaan tidak hanya nilai pasar ekuitas, selain itu terdapat aset total, penjualan total dan jumlah pegawai (Wallace dkk., 1994; Alsaeed, 2005; Pett dan Wolf, 2003). Proksi ukuran perusahaan yang digunakan untuk setiap penelitian dipilih sesuai dengan tujuan penelitian yang dilakukan. Aset total dipilih sebagai proksi ukuran perusahaan jika tujuan penelitian mengukur ukuran ekonomi nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan melalui total asset cenderung lebih stabil daripada melalui penjualan. Hal ini disebabkan karena penjualan cenderung lebih berfluktuasi setiap tahun daripada total asset. Sedangkan nilai kapitalisasi pasar merupakan nilai perusahaan yang dihitung melalui hasil kali antara jumlah lembar saham yang beredar dengan nilai pasar saham per lembar.

Penelitian yang menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap koefisien respon laba menemukan hasil yang *ekuivokal*. Beberapa penelitian yang mendukung adanya hubungan positif antara koefisien respon laba dan ukuran perusahaan (Radchobeh dkk, 2013) dan (Al-Baidhani dkk, 2017). Namun (Farooq dkk, 2018) menggunakan ukuran sebagai variabel tambahan dalam regresinya, mendapatkan bukti bahwa ukuran perusahaan tidak memberikan tambahan kekuatan penjaslas atas perbedaan koefisien respon laba. (Paramita, 2012) memberikan



penjelasan bahwa kemungkinan hal ini terjadi karena ukuran perusahaan memproksikan beberapa aspek sekaligus dalam hubungan laba dan *return*. Penelitian yang menyimpulkan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dan koefisien respon laba, didasarkan argumentasi bahwa semakin luas informasi yang tersedia mengenai perusahaan besar memberikan bentuk konsensus yang lebih baik mengenai laba ekonomis. Semakin banyak informasi tersedia mengenai aktivitas perusahaan besar, semakin mudah bagi pasar untuk menginterpretasikan informasi dalam laporan keuangan.

Penelitian (Erah dan Ibadin, 2017) mengungkapkan bahwa hubungan positif tersebut terjadi karena *long-window* yang digunakan dalam penelitian karena informasi mengenai perusahaan besar yang tersedia sepanjang tahun, menyebabkan reaksi pasar yang tidak begitu besar di sekitar tanggal pengumuman laba. Hasil penelitian (Murwaningsari, 2008) mengungkapkan Ukuran perusahaan dalam isu *ERC* digunakan sebagai proksi keinformatifan harga saham. Penelitian memasukkan variabel *size* sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *ERC*. Semakin besar ukuran perusahaan akan mempunyai informasi yang lebih dari perusahaan yang kecil. Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Chaney dan Jeter, 1992) dan (Collins dan Kothari, 1989a). Sedangkan (An, 2015) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan *ERC*. Sumber informasi yang utama mengenai perusahaan kecil bagi investor adalah laporan keuangan sehingga pada saat pengumuman laba, informasi tersebut lebih direspon daripada informasi laba pada perusahaan besar.

Penelitian Tucker dan (Tucker dan Zarowin, 2006) dan (Palupi, 2006) menyimpulkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *ERC*. Pasar lebih merespon laba yang dilaporkan dan bukan besar kecilnya perusahaan yang melaporkan laba.

### 3. *Growth*

*Growth opportunity* adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Fama dan French, 1998). Pertumbuhan perusahaan ini mencakup pertumbuhan penjualan, laba, dan aktiva. Pertumbuhan perusahaan ini dilihat dengan semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan maka semakin baik juga perusahaan tersebut. Salah satu pengukuran pertumbuhan perusahaan adalah penjualan. Hal ini dapat dilihat melalui peningkatan penjualan perusahaan dari satu periode ke periode berikutnya. Adanya peningkatan penjualan maka akan terjadi juga peningkatan atas laba yang diperoleh.

Penilaian pasar terhadap kemungkinan pertumbuhan laba suatu perusahaan nampak dari harga saham yang terbentuk sebagai suatu nilai ekspektasi terhadap manfaat masa depan yang akan diperolehnya. Pemegang saham memberikan respon yang lebih besar kepada perusahaan dengan kemungkinan bertumbuh yang tinggi. Hal ini terjadi karena perusahaan yang mempunyai kemungkinan bertumbuh yang tinggi akan memberikan manfaat yang tinggi di masa depan bagi investor. Semakin tinggi kesempatan suatu perusahaan untuk tumbuh, maka semakin tinggi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan laba di masa depan yang akan datang.

Pertumbuhan perusahaan pada dasarnya dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu faktor eksternal, internal dan pengaruh iklim industry lokal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaan agar tidak menyebabkan terjadinya *agency cost* antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan (Pimentel, 2016). Perusahaan-perusahaan yang mempunyai prediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang akan lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang rendah lebih banyak menggunakan utang jangka panjang. *Growth opportunity*

bagi setiap perusahaan berbeda-beda, hal ini menyebabkan perbedaan keputusan pembelanjaan yang diambil oleh manajer keuangan. Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan (An, 2015).

Pertumbuhan merupakan perubahan tahunan dari total aktiva. Perubahan tersebut dilihat melalui peningkatan aktiva perusahaan dari setiap periodenya. Peningkatan aktiva tersebut menyebabkan perusahaan membutuhkan pendanaan yang besar. Karena kebutuhan dana semakin besar maka perusahaan cenderung menahan sebagian besar pendapatannya. Semakin besar pendapatan yang ditahan menyebabkan semakin kecil dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Di samping itu penelitian Kallapur dan Trombley (2001) menjelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan melalui peningkatan aktiva. Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Kegagalan yang disebabkan oleh ekspansi akan meningkatkan beban perusahaan karena perusahaan harus menutup pengembalian beban ekspansi. Hal ini menyebabkan pembagian dividen kepada pemegang saham menurun. Kondisi tersebut dapat menyebabkan investor tidak berminat lagi untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga cenderung akan menjual saham yang dimilikinya.

Pertumbuhan sebagai perubahan aset tahunan dari total aktiva. Hal ini dapat dibuktikan melalui perusahaan yang tumbuh dapat dilihat dari peningkatan aktiva untuk memperbesar ukuran perusahaan. Konsep ini didasarkan pada dua argumentasi Pertama, pertumbuhan aktiva berbeda dengan pertumbuhan penjualan yang setiap usaha yang dilakukan secara langsung membawa implikasi pada penerimaan. Pertumbuhan aktiva mencerminkan waktu yang lebih panjang dari pertumbuhan

penjualan. Kedua, investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum dioperasikan, sehingga aktifitas yang dilakukan tidak terkait dengan penerimaan (Rachmawardani, 2007).

Pertumbuhan aset perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang tumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan return yang tinggi. Perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar (Saifi, 2017). Pertumbuhan laba pada perusahaan yang tumbuh lebih besar dibandingkan pada perusahaan tidak tumbuh, karena kesempatan investasi pada periode berikutnya semakin besar.

Potensi pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi). Hal ini dapat dibuktikan pada perusahaan yang berpotensi untuk tumbuh mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Kecenderungan perusahaan mempunyai rasio *debt to equity* yang rendah dilakukan untuk mengurangi masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modal (Ball dkk, 2013b).

*Growth* adalah tingkat pertumbuhan di atas *rate of return* yang normal, artinya tingkat *return* yang sama dengan investasi yang berisiko di dalam industri yang kompetitif. Pertumbuhan laba dapat dinyatakan dengan rasio nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas. Penelitian untuk mengukur peluang pertumbuhan untuk mencari hubungannya dengan *ERC* telah dilakukan oleh (Banker dkk, 2013), (Dhaliwal dkk, 1991), (Pimentel, 2016), (Palupi, 2006), (Hasanzade dkk, 2013).

#### 4. *Profitabilitas*

*Profitabilitas* merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan perusahaan. Rasio *profitabilitas* mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Menurut (Lawrence Gitman, Roger Juchau, Jack Flanagan, 2011), *Profitability is the relationship between revenues and cost generated by using the firm's asset both current and fixed in productive activities*". *Profitabilitas* adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya (Chen dan Chang, 2010).

*Profitabilitas* merupakan faktor yang seharusnya mendapat perhatian penting karena untuk dapat melangsungkan hidupnya, suatu perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan (*profitable*). Tanpa adanya keuntungan (*profit*), maka sangat sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar. Para kreditur, pemilik perusahaan, dan terutama sekali dari pihak manajemen perusahaan akan berusaha meningkatkan keuntungan karena disadari benar betapa pentingnya arti dari *profit* terhadap kelangsungan dan masa depan perusahaan.

Sebagai salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan, *profitabilitas* suatu perusahaan menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, asset dan modal saham tertentu. *Profitabilitas* suatu perusahaan dapat dinilai melalui berbagai cara tergantung pada laba dan aktiva atau modal yang akan diperbandingkan satu dengan lainnya. Rasio *profitabilitas* terdiri atas dua jenis, yaitu rasio yang menunjukkan *profitabilitas* dalam kaitannya dengan dengan penjualan dan rasio yang menunjukkan *profitabilitas* dalam kaitannya dengan investasi (Chen dan Chang, 2010).

*Profitabilitas* dalam hubungannya dengan penjualan terdiri atas margin laba kotor (*gross profit margin*) dan margin laba bersih (*net profit margin*). *Profitabilitas* dalam hubungannya dengan investasi terdiri atas tingkat

pengembalian atas aktiva (*return on total assets*) dan tingkat pengembalian atas ekuitas (*return on equity*). *Return on equity* atau *profitabilitas* adalah Suatu pengukuran dari penghasilan atau *income* yang tersedia bagi pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan (Baker dan Sinkula, 2009).

Menurut (Buana dan Wahyudin, 2016) *profitabilitas* merupakan gambaran dan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Pengukuran *profitabilitas* dapat menggunakan beberapa indikator seperti laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Diungkapkan bahwa rasio *profitabilitas* dan rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasinya merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan. Selain merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bagi para penyandang dananya, laba perusahaan juga merupakan elemen dalam menentukan nilai perusahaan. Efektivitas dinilai dengan menghubungkan laba bersih yang didefinisikan dalam berbagai rasio terhadap aktiva, misalnya rasio *profitabilitas*. Analisis *profitabilitas* menekankan pada kemampuan perusahaan dalam mendayagunakan kekayaan yang ada untuk menghasilkan laba selang periode tertentu yang diukur melalui rasio-rasio *profitabilitas*.

Proksi lain yang digunakan adalah *Gross Profit Margin*, *Net Profit Margin*, *Return on Investment (ROI)*, *Return on Equity* dan *Earning Power*. ROI misalnya menunjukkan rasio laba setelah pajak terhadap total aktiva, ROE yang sering disebut rentabilitas modal sendiri, digunakan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri, dan yang terakhir, *earning power* atau rentabilitas, mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dengan aktiva yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Rasio ini dihitung dengan membagi laba usaha (laba sebelum bunga dan pajak) dengan total *equity*.

Profitabilitas modal sendiri atau *Return On Equity (ROE)* adalah perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri di satu pihak dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut di lain pihak atau dengan kata lain profitabilitas modal sendiri adalah kemampuan suatu perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja di dalamnya untuk menghasilkan keuntungan. Laba yang diperhitungkan untuk menghitung profitabilitas modal sendiri adalah laba usaha setelah dikurangi dengan modal asing dan pajak perseorangan atau *income tax (EAT = Earning After Tax)*. Sedangkan modal yang diperhitungkan hanyalah modal sendiri yang bekerja dalam perusahaan.

*Return on equity* merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun saham preferan) atas modal yang mereka investasikan didalam perusahaan. secara umum tentu saja semakin tinggi return atau penghasilan yang diperoleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan.

## **b. Corporate Governance**

*Organization for Economic Corporation and Development (OECD)* (Chatterjee, 2011) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai berikut: “*Corporate Governance* adalah sistem yang dipergunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan perusahaan. *Corporate Governance* mengatur pembagian tugas hak dan kewajiban mereka yang berkepentingan terhadap kehidupan perusahaan termasuk para pemegang saham, dewan pengurus, para manajer, dan semua anggota stakeholder nonpemegang saham”.

Menurut *Finance Committee on Corporate Governance (FCGI)* pengertian *Corporate Governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan esktern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak

dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.

Tujuan *Corporate Governance* diperlukan untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan melalui pengelolaan yang didasarkan pada asas transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan (Antonino, 2013). Perusahaan yang menerapkan *Corporate Governance* secara konsisten dan efektif maka akan dapat mengurangi *agency cost*, yaitu suatu biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen dan mengurangi biaya modal (*Cost of Capital*). Selain itu perusahaan juga akan dapat meningkatkan nilai saham perusahaan di mata publik dalam jangka panjang dan menciptakan dukungan para *stakeholder* dalam lingkungan perusahaan terhadap keberadaan perusahaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh perusahaan.

Menurut (Jensen dan Meckling, 1976), *Good Corporate Governance* mempunyai lima macam tujuan utama, yaitu :

1. Melindungi hak dan kepentingan pemegang saham.
2. Melindungi hak dan kepentingan para anggota *stakeholders* non-pemegang saham.
3. Meningkatkan nilai perusahaan dan para pemegang saham.
4. Meningkatkan efisiensi dan efektifitas kerja Dewan Pengurus atau *Board of Directors* dan manajemen perusahaan
5. Meningkatkan mutu hubungan *Board of Directors* dengan manajemen senior perusahaan.

Di dalam pedoman umum GCG (Komite Nasional GCG, 2002), setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas GCG diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Asas GCG yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan diperlukan untuk mencapai kesinambungan



usaha (*sustainability*) perusahaan dengan memperhatikan pemangku kepentingan (*stakeholders*).

1. *Transparansi (Transparency)*. Untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.
2. *Akuntabilitas (Accountability)*. Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.
3. *Responsibilitas (Responsibility)*. Perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai good corporate citizen.
4. *Independensi (Independency)*. Perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.
5. *Kewajaran dan Kesetaraan (Fairness)*. Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

Sedangkan organ perusahaan di dalam pedoman umum GCG Indonesia terdiri dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Dewan Komisaris dan Direksi, mempunyai peran penting dalam pelaksanaan GCG secara efektif. Organ perusahaan harus menjalankan fungsinya sesuai dengan ketentuan yang berlaku atas dasar prinsip bahwa masing-masing organ mempunyai independensi dalam melaksanakan tugas, fungsi dan tanggung jawabnya semata-mata untuk kepentingan perusahaan.

Konsep *corporate governance* berdasarkan teori agensi adalah sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan (Myers, 2007). Mekanisme *corporate governance* secara internal seperti struktur kepemilikan dan struktur dewan komisaris, serta mekanisme eksternal seperti pengendalian oleh pasar, kepemilikan institusional, pendanaan dengan utang dan pelaksanaan audit oleh audit eksternal, diharapkan dapat mengatasi masalah keagenan yang ada (Nekhili *dkk*, 2012).

#### 1. Komisaris independen

Komisaris sebuah organisasi adalah anggota dewan pengawas. Komisaris dalam (*inside director*) adalah seorang komisaris yang juga merupakan seorang pegawai, petugas, pemegang saham utama, atau seseorang yang berhubungan dengan organisasi (perusahaan) tersebut. Komisaris dalam mewakili kepentingan dari para pemegang saham, dan terkadang memiliki pengetahuan lebih banyak atas kinerja, keuangan, penguasaan pangsa pasar dari organisasi tersebut. Komisaris luar (komisaris independen) adalah anggota dewan komisaris yang bukan merupakan pegawai atau orang yang berurusan langsung dengan organisasi tersebut, dan tidak mewakili pemegang saham (Komite Nasional GCG, 2002).

Pengertian independen disini berarti bahwa komisaris independen dalam melaksanakan tugas-tugasnya adalah semata-mata untuk kepentingan perusahaan dan tidak terikat atau

dipengaruhi oleh pihak-pihak lain yang bisa saja berbeda dengan kepentingan perusahaan. Sehingga fungsi komisaris independen dimaksudkan untuk mendorong dan menciptakan iklim yang lebih independen, obyektif dan meningkatkan kesetaraan (*fairness*) sebagai salah satu prinsip utama dalam memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas dan pemangku kepentingan lainnya. Dengan demikian peranannya dapat mendorong dilaksanakannya prinsip dan praktek tata kelola perusahaan pada perusahaan-perusahaan khususnya perusahaan terbuka di Indonesia.

Istilah dan keberadaan Komisaris Independen baru muncul setelah terbitnya Surat edaran Bapepam Nomor: SE03/PM/2000 dan Peraturan Pencatatan Efek Nomor 339/BEJ/07-2001 tgl 21 Juli 2001. Menurut ketentuan tersebut perusahaan publik yang tercatat di bursa wajib memiliki beberapa anggota dewan komisaris yang memenuhi kualifikasi sebagai komisaris independen. Tentu pemilihan komisaris independen tidak bisa asal tunjuk terhadap seseorang yang sebenarnya tidak dapat dikategorikan sebagai komisaris independen namun dipilih menjadi komisaris dan diberi predikat sebagai komisaris independen. Pada akhirnya revitalisasi peranan dan fungsi dewan komisaris, termasuk didalamnya komisaris independen akan membantu perusahaan dalam implementasi tata kelola perusahaan untuk mencapai tujuannya secara efektif dan efisien sehingga bisnis yang dikelolanya menjadi lebih produktif.

Keberadaan komisaris independen ini berhubungan dengan ketentuan penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik, antara lain:

- a) Jumlah komisaris independen adalah sekurang-kurangnya 30% dari seluruh jumlah anggota komisaris
- b) Perlunya dibentuk komite audit
- c) Keharusan perusahaan memiliki sekretaris perusahaan atau *corporate secretary*.

Dalam mengelola perusahaan peran komisaris independen, sangat diperlukan. komisaris independen dapat berfungsi untuk mengawasi jalannya perusahaan dengan memastikan bahwa perusahaan tersebut telah melakukan praktek-praktek transparansi, disclosure, kemandirian, akuntabilitas dan praktek keadilan mengacu pada prinsip-prinsip CG berikut ini (Tricker, 2015):

- a) *Transparansi*, yang menunjukkan kemampuan dari berbagai pihak pemegang kepentingan terkait untuk melihat dan memahami proses dan acuan yang digunakan dalam pengambilan keputusan dalam mengelola perusahaan. Hal ini berkaitan dengan proses pengambilan keputusan penting yang mencakup antara lain penunjukan komisaris dan direksi, remunerasi komisaris dan direksi, kinerja komisaris dan direksi, hubungan dengan pihak eksternal, transaksi dengan pihak ketiga, dan penunjukan auditor.
- b) *Disclosure*, yang merupakan penyajian informasi kepada berbagai pihak pemegang kepentingan mengenai berbagai hal-hal yang berkenaan dengan kinerja operasional, keuangan dan risiko usaha perusahaan. Perusahaan perlu juga menyampaikan pada publik sejauh mana tingkat kepatuhan telah mereka jalankan, yang meliputi ketaatan pada peraturan dan Undang-Undang yang berlaku, arahan pemerintah, peraturan perpajakan, prosedur standar akuntansi serta standar operasional lainnya.
- c) *Akuntabilitas*, yang berkaitan dengan pertanggungjawaban atas keputusan manajerial dan hasil kinerja usaha yang dicapai, sesuai dengan wewenang yang dilimpahkan dalam pelaksanaan tanggung jawab dalam mengelola perusahaan.
- d) *Kemandirian*, yang menuntut dewan komisaris dalam menjalankan kegiatan usaha melepaskan diri dari berbagai pengaruh atau tekanan yang berasal dari pihak tertentu

yang dapat mengganggu, merugikan, atau mengurangi obyektifitas pengambilan keputusan. Praktek-praktek kemandirian dapat meliputi kriteria seleksi anggota komisaris dan anggota direksi, akses terhadap pendapat konsultan independen, proses alokasi kredit, proses lelang, dan proses audit.

- e) Keadilan, yang menjamin terselenggaranya perlakuan adil pada para pihak pemegang kepentingan, termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Disamping perlakuan adil ini diberikan kepada pihak tersebut diatas, maka perlu dijamin hal serupa akan diberikan pada karyawan dan pegawai perusahaan serta kelompok masyarakat yang bermukim di sekitar perusahaan.

Fungsi dewan komisaris termasuk anggota komisaris independen adalah mencakup dua peran sebagai berikut:

- a) Mengawasi direksi perusahaan dalam mencapai kinerja dalam *business plan* dan memberikan nasehat kepada direksi mengenai penyimpangan pengelolaan usaha yang tidak sesuai dengan arah yang ingin dituju oleh perusahaan.
- b) Memantau penerapan dan efektivitas dari praktek *Corporate Governance* .

Komisaris independen memiliki tanggung jawab pokok untuk mendorong diterapkannya prinsip tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) di dalam perusahaan melalui pemberdayaan dewan komisaris agar dapat melakukan tugas pengawasan dan pemberian nasihat kepada direksi secara efektif dan lebih memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

Penelitian (Veronica dan Bachtiar, 2005) menyatakan bahwa *non-executive director* (komisaris independen) dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer

internal dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberikan nasehat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance*.

## 2. Komite Audit

Komite audit adalah komite yang dibentuk oleh dewan komisaris perusahaan tercatat, yang anggotanya diangkat dan diberhentikan oleh dewan komisaris perusahaan tercatat untuk membantu dewan komisaris perusahaan tercatat guna melakukan pemeriksaan atau penelitian yang dianggap perlu terhadap pelaksanaan fungsi direksi dalam pengelolaan perusahaan. Komite audit bertugas membantu dewan komisaris untuk memastikan bahwa laporan keuangan disajikan secara wajar sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum, struktur pengendalian internal perusahaan dilaksanakan dengan baik, pelaksanaan audit internal maupun eksternal dilaksanakan sesuai dengan standar audit yang berlaku, dan tindak lanjut temuan hasil audit dilaksanakan oleh manajemen. Komite audit memproses calon auditor eksternal termasuk imbalan jasanya untuk disampaikan kepada dewan komisaris. Jumlah anggota komite audit harus disesuaikan dengan kompleksitas Perusahaan dengan tetap memperhatikan efektifitas dalam pengambilan keputusan. Komite audit diketuai oleh komisaris independen dan anggotanya dapat terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan. Salah seorang anggota memiliki latar belakang dan kemampuan akuntansi dan atau keuangan (Komite nasional GCG, 2002).

Keberadaan komite audit saat ini mulai diperhatikan dalam pengelolaan perusahaan yang sehat. Suaryana dalam penelitiannya menyatakan bahwa komite audit bertugas membantu dewan komisaris untuk memonitor proses pelaporan keuangan oleh manajemen untuk meningkatkan kredibilitas laporan keuangan.

Tugas komite audit meliputi menelaah kebijakan akuntansi yang diterapkan oleh perusahaan, menilai pengendalian internal, menelaah sistem pelaporan eksternal dan kepatuhan terhadap peraturan (Suaryana, 2007).

Dalam rangka melaksanakan tugasnya, komite audit hendaknya melakukan komunikasi formal antara dewan, manajemen, auditor eksternal dan auditor internal. Adanya komunikasi formal antara komite audit, auditor internal, dan auditor eksternal akan menjamin proses audit internal dan eksternal dilakukan dengan baik. Proses audit internal dan eksternal yang baik akan meningkatkan akurasi laporan keuangan dan kemudian meningkatkan kepercayaan terhadap laporan keuangan. Komite audit juga bertugas sebagai pihak penengah apabila terjadi selisih pendapat antara manajemen dan auditor mengenai interpretasi dan penerapan prinsip akuntansi yang berlaku umum untuk mencapai keseimbangan akhir, sehingga laporan lebih akurat. Sanjaya (2008) menyatakan bahwa salah satu fungsi komite audit adalah menjembatani pemegang saham (*share holder*) dan dewan komisaris dengan kegiatan pengendalian yang diselenggarakan oleh manajemen, auditor internal dan auditor eksternal.

Pengelolaan usaha yang baik dapat meningkatkan apresiasi pemegang saham maupun stakeholder lainnya terhadap kinerja perusahaan. Peningkatan apresiasi ini pada gilirannya dapat meningkatkan daya saing perusahaan. Sehingga, dengan pengelolaan usaha yang baik, diharapkan dapat menghindari perusahaan dari kesulitan-kesulitan yang utamanya karena kesalahan kelola yang dapat berakibat pada kebangkrutan usaha perusahaan seperti yang dialami di Indonesia. Pengelolaan usaha yang baik dicerminkan pada adanya prinsip-prinsip transparansi keadilan, akuntabilitas dan pertanggungjawaban yang tentunya harus didasari pula dengan adanya landasan moral yang baik yang nantinya akan

berwujud dalam pelaksanaan pengelolaan usaha yang baik (*good Corporate Governance*).

Komite audit dituntut juga untuk bertindak secara independent. Tuntutan kebutuhan independen komite audit tidak dapat dipisahkan dari perlunya persyaratan moralitas yang melandasi integritasnya. Hal ini perlu disadari karena komite audit merupakan pihak yang menjembatani antara eksternal auditor dan Perusahaan yang juga sekaligus menjembatani antara fungsi pengawasan dewan komisaris dengan internal auditor.

### 3. Kualitas audit

Audit merupakan sebuah proses sistematis dengan memastikan bahwa informasi yang tersaji pada laporan keuangan mengenai aktivitas operasional perusahaan tersebut benar-benar objektif, handal dan dapat dipercaya. Kesimpulan proses tersebut disajikan dalam bentuk laporan audit yang dikomunikasikan kepada pihak-pihak yang berkepentingan. Laporan auditor mengandung kepentingan tiga pihak yaitu: (1) manajer perusahaan yang diaudit; (2) pemegang saham perusahaan; dan (3) pihak ketiga atau pihak luar seperti calon investor, kreditor dan supplier. Pada masing masing pihak, laporan audit sangat berperan penting terutama dalam pengambilan keputusan. Oleh sebab itu, kualitas audit seorang auditor sangat berperan penting karena sebagai bentuk penilaian terhadap hasil keprofesionalan seorang auditor. Terutama dalam mendeteksi, menganalisis, dan melaporkan hasil penemuan audit terhadap laporan keuangan klien (De Angelo, 1981).

Laporan keuangan yang berkualitas, relevan dan dapat dipercaya dihasilkan dari audit yang dilakukan secara efektif oleh auditor yang berkualitas. Pemakai laporan keuangan lebih percaya pada laporan keuangan yang diaudit oleh auditor yang dianggap berkualitas dibandingkan dengan auditor yang kurang berkualitas, karena menganggap bahwa untuk mempertahankan kredibilitasnya auditor



lebih berhati-hati dalam melakukan proses audit untuk mendeteksi salah saji atau kecurangan. Salah satu kebijakan yang penting untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas pelaporan keuangan dalam pasar modal adalah meningkatkan kualitas audit dari Akuntan Publik untuk menjamin keterbukaan dan akurasi informasi keuangan perusahaan. Akuntan Publik adalah pihak yang dianggap mampu menjembatani kepentingan pihak prinsipal (yaitu pemegang saham, terutama publik sebagai salah satu partisipan aktif dalam pasar modal) dengan pihak agen, yaitu manajer sebagai pengelola keuangan perusahaan. Untuk dapat menjalankan fungsi dan tugasnya dengan baik, auditor harus mampu menghasilkan opini audit yang berkualitas yang akan berguna tidak saja bagi dunia bisnis, tetapi juga bagi masyarakat luas (Francis, 2004).

Auditor yang berkualitas akan melakukan audit yang berkualitas pula. Ada beberapa kelompok definisi kualitas audit yang diidentifikasi (Tulli, 2012), pertama, (Lee dan Liu, 1999), kualitas audit menurut mereka adalah probabilitas bahwa auditor tidak akan melaporkan laporan audit dengan opini wajar tanpa pengecualian untuk laporan keuangan yang mengandung kekeliruan material. Kedua menurut (Davidson dan Neu, 1993) menyatakan kualitas audit diukur dari akurasi informasi yang dilaporkan oleh auditor, kemudian kualitas audit ditentukan dari kemampuan audit untuk mengurangi *noise* dan bias dan meningkatkan kemurnian (*fineness*).

Peneliti (Krishnan, 2005) mengungkapkan faktor-faktor yang mempengaruhi kualitas audit yaitu: (1) *Tenure* yaitu lamanya waktu (jumlah tahun) auditor tersebut telah melakukan pemeriksaan suatu unit atau instansi, (2) Jumlah klien, (3) *Size* dan kesehatan keuangan klien, (4) Adanya pihak ketiga yang akan melakukan *review* atas laporan audit, (5) Independen auditor yang efisien, (6) *Level of audit fees*, (7) Tingkat perencanaan kualitas audit. Kualitas audit bukanlah merupakan suatu yang dapat langsung dinikmati. (De Angelo, 1981) mengukur kualitas audit dengan menggunakan

ukuran kantor akuntan publik, dimana dimensi kualitas audit dalam penelitian adalah ukuran kantor akuntan publik (enam besar, lima besar atau empat besar KAP), karena nama baik perusahaan (KAP) dianggap merupakan gambaran yang paling penting.

Sedangkan (Francis, 2004) mengukur kualitas audit melalui hasil audit. Ada dua hasil audit yang dapat diobservasi yaitu: laporan audit dan laporan keuangan. Ukuran yang dapat diobservasi dalam laporan audit adalah kecenderungan auditor untuk mengeluarkan opini *going concern* ketika perusahaan bangkrut (Carey dan Simnett, 2006). Sedangkan ukuran yang dapat diobservasi dalam laporan keuangan adalah kualitas laba. Nilai laba yang dilaporkan dapat dikelola sesuai dengan tujuan manajemen yaitu tujuan "*opportunistic*" atau "*efficient*". *Efficient motives* dari *earnings management* adalah memberikan fleksibilitas kepada manajemen untuk memilih kebijakan akuntansi yang dapat mencerminkan potensi ekonomis perusahaan dimasa depan bagi kepentingan pemegang saham (Dechow *dkk*, 2010). Sedangkan *opportunistic motives* dari *earnings management* bertujuan memberikan fleksibilitas kepada manajemen untuk memilih kebijakan akuntansi guna memaksimalkan utilitas manajemen<sup>1</sup>. Terkait dengan *opportunistic motives* dari manajer, kualitas audit seringkali dikaitkan dengan kualitas laba yang dilaporkan. Jika kualitas audit yang dihasilkan rendah, maka laba yang disajikan dalam laporan keuangan yang diaudit akan cenderung mengandung akun-akun yang tidak terlalu tepat menggambarkan hasil operasi serta kondisi keuangan perusahaan (Okolie, 2014). Studi ini menggunakan *earnings surprise benchmark* sebagai proksi dari kualitas audit dengan argumen berikut: (i) *earnings surprise benchmark* adalah ukuran kualitas audit yang relatif baru dan didukung oleh argumen yang kuat tentang hubungannya dengan kualitas audit; dan (ii) tingkat laba adalah data yang relatif mudah didapat dari laporan keuangan.

Model *earnings surprise benchmark* (Carey dan Simnett, 2006) untuk mengukur kualitas audit karena kualitas audit memiliki relevansi yang kuat dengan tingkat laba. Proksi ini menilai kualitas audit lebih pada kualitas laba yang dilaporkan. *Earnings surprise benchmark* menunjukkan bahwa laporan keuangan yang berkualitas menghasilkan informasi laba yang juga berkualitas tinggi, selain juga verifikasi yang dilakukan oleh auditor juga mencerminkan kualitas audit.

### c. **Voluntary Disclosure**

Pengungkapan (*disclosure*) menurut (Yuen, 2009) didefinisikan sebagai penyediaan sejumlah informasi yang dibutuhkan untuk pengoperasian secara optimal pasar modal efisien. Dalam interpretasi yang lebih luas, pengungkapan terkait dengan baik yang terdapat dalam laporan keuangan maupun komunikasi tambahan (*supplementary communication*) yang terdiri dari catatan kaki, informasi tentang kejadian setelah tanggal laporan, analisis manajemen atas operasi perusahaan dimasa akan datang, prakiraan keuangan dan operasi, serta informasi lainnya.

Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan emiten dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu ungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan ungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Ungkapan wajib adalah informasi yang harus diungkapkan oleh emiten yang diatur oleh peraturan pasar modal di suatu negara. Sedangkan ungkapan sukarela merupakan pengungkapan informasi melebihi syarat minimum dari peraturan pasar modal yang berlaku. Perusahaan memiliki keleluasaan dalam melakukan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sehingga menimbulkan adanya keragaman atau variasi luas ungkapan sukarela antar perusahaan (Widiastuti, 2004).

Sehubungan dengan luasnya pengungkapan maka bentuk dan isi laporan keuangan tahunan menyatakan: a) laporan keuangan tahunan perusahaan wajib memuat ikhtisar data keuangan yang paling penting,

analisis, pembahasan umum oleh manajemen, laporan keuangan yang telah diaudit, dan laporan manajemen, b) perusahaan harus menyajikan informasi keuangan perbandingan selama lima tahun buku atau sejak mulai usahanya, antara lain: penjualan, laba kotor, laba usaha, laba bersih, jumlah saham, proforma penjualan, proforma laba bersih, modal kerja bersih, jumlah aktiva (*assets*), jumlah investasi, jumlah kewajiban, jumlah ekuitas, rasio laba terhadap jumlah aktiva, rasio laba terhadap ekuitas, rasio lancar, rasio kewajiban terhadap ekuitas, rasio kewajiban terhadap jumlah aktiva, rasio kecukupan modal, dan informasi keuangan perbandingan lainnya yang relevan dengan perusahaan, c) bagian laporan keuangan wajib memuat laporan keuangan yang disusun sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan yang berlaku serta harus di *audit* oleh akuntan yang terdaftar. Laporan keuangan disajikan dalam dua tahun terakhir atau sejak berdiri. Laporan keuangan yang disajikan adalah: neraca, laporan rugi laba, dan laporan saldo laba. Laporan aliran kas, catatan atas laporan keuangan, dan laporan lain serta materi penjelasan yang merupakan bagian integral dari laporan keuangan jika dipersyaratkan.

#### 1) Pengungkapan Wajib (*mandatory disclosure*)

Pengungkapan Wajib merupakan pengungkapan minimum yang disyaratkan oleh peraturan yang berlaku. Kewajiban atas penyampaian laporan tahunan bagi emiten atau perusahaan publik di Indonesia diatur melalui Peraturan Otorisasi Jasa Keuangan (OJK) Nomor: 29/PJOK.04/2016 dan Surat Edaran Otorisasi Jasa Keuangan Nomor: 30/SEOJK.04/2016. Ikatan Akuntan Indonesia selanjutnya mengatur tentang penyajian dan pengungkapan laporan keuangan emiten atau perusahaan publik untuk setiap jenis industri. Peraturan tersebut berlaku bagi semua perusahaan yang telah melakukan penawaran umum dan perusahaan publik.

## 2). Pengungkapan sukarela (*voluntary disclosures*)

Salah satu cara meningkatkan kredibilitas perusahaan adalah melalui pengungkapan sukarela secara lebih luas untuk membantu investor dalam memahami strategi bisnis manajemen. Pengungkapan Sukarela merupakan pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan publik untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang relevan sebagai tambahan pengungkapan minimum yang ditetapkan dan tanpa diharuskan oleh peraturan yang berlaku.

Termasuk dalam kategori pengungkapan sukarela adalah pengungkapan tambahan terkait informasi keuangan perusahaan dan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan (Clement dkk, 2000). Kedua pengungkapan sukarela perusahaan ini seringkali diungkapkan dalam bentuk laporan tahunan (*annual report*) walaupun saat ini cukup banyak perusahaan yang menerbitkan laporan tanggungjawab sosial perusahaan yang terpisah dari laporan tahunan dalam bentuk laporan keberlanjutan.

Pengertian Pengungkapan Sukarela menurut (Lang dan Lundholm, 2000) adalah sebagai berikut: "Pengungkapan sukarela merupakan pilihan bebas manajemen perusahaan untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lain yang relevan untuk pembuatan keputusan para pemakai laporan tahunan. Perusahaan memiliki keleluasan dalam melakukan pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan sehingga menimbulkan adanya keragaman atau variasi luas pengungkapan sukarela antar perusahaan."

Watson menyatakan pengungkapan menyangkut penyediaan informasi yang diwajibkan oleh badan berwenang maupun yang secara sukarela dilakukan perusahaan, yang berupa laporan keuangan, informasi yang terjadi setelah tanggal keuangan, analisa manajemen atas operasi perusahaan masa datang, prediksi keuangan dan operasi pada tahun yang akan datang, dan laporan keuangan tambahan yang

mencakup ungkapan menurut segmen dan informai lainnya di luar harga perolehan (Watson dkk, 2002). Guidry dalam penelitiannya menyatakan kualitas sebagai atribut yang penting dalam suatu informasi akuntansi. Meskipun kualitas akuntansi masih memiliki makna ganda banyak peneliti yang menggunakan *indeks of disclosure methodology* mengemukakan bahwa kualitas pengungkapan dapat diukur dan digunakan untuk menilai manfaat potensial dari sisi laporan tahunan (Guidry dan Patten, 2012). Menurut Imhoff, tingginya kualitas informasi sangat berkaitan dengan tingkat kelengkapan.

#### d. Asimetri Informasi

Asimetri informasi adalah suatu keadaan dimana agen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dan prospek dimasa yang akan datang dibandingkan dengan principal. Kondisi ini memberikan kesempatan kepada *agent* menggunakan informasi yang diketahuinya untuk memanipulasi pelaporan keuangan sebagai usaha untuk memaksimalkan kemakmurannya. Asimetri informasi ini mengakibatkan terjadinya moral *hazard* berupa usaha manajemen untuk melakukan *earnings management* (Myers dkk, 2007).

Menurut Scott, terdapat dua macam asimetri informasi yaitu: 1) *Adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan pihak luar dan mungkin terdapat fakta-fakta yang tidak disampaikan kepada principal. 2) *Moral hazard*, yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh investor (pemegang saham, kreditor), sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan (Scott, 2015).

Agen berada pada posisi yang memiliki lebih banyak informasi mengenai kapasitas diri, lingkungan kerja dan perusahaan secara

keseluruhan dibandingkan dengan principal (Distante dkk, 2013). Dengan asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka dengan informasi asimetri yang dimilikinya akan mendorong *agent* untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui principal. Sehingga dalam kondisi semacam ini principal seringkali pada posisi ketidakpastian yang disebabkan adanya ketidakseimbangan informasi

Besarnya ketidakseimbangan informasi yang dihadapi oleh principal tersebut tercermin pada *spread* yang ditentukan. *Principal* berusaha menentukan *spread* secara wajar dengan memperhatikan kejadian tertentu, kondisi atau informasi apa saja yang memberikan sinyal terhadap harga saham. *Spread* untuk suatu saham menunjukkan perbedaan harga bid dan ask yang ditentukan oleh principal ketika melakukan transaksi di pasar modal (Clarke dkk, 2004).

Komponen *adverse selection* dari *bid ask spread* merefleksikan tingkat asimetri informasi yang terjadi di pasar. Sehingga ketika investor melakukan transaksi maka pada kondisi asimetri informasi yang tinggi diduga akan membawa pada *bid ask spread* yang lebih besar.

## **6. Pengembangan Model Teoritik Dasar**

### **a. Sintesis Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)**

Kualitas laba dapat diindikasikan sebagai kemampuan informasi laba memberikan respon kepada pasar. Dengan kata lain, laba yang dilaporkan memiliki kekuatan respon (*power of response*). Kuatnya reaksi pasar terhadap informasi laba yang tercermin dari tingginya *Earnings Response Coefficients (ERC)*, menunjukkan laba yang dilaporkan berkualitas. (Scott, 2015), menyatakan bahwa *Earning Response Coefficient (ERC)* mengukur seberapa besar *return* saham dalam merespon angka laba yang dilaporkan oleh perusahaan yang mengeluarkan sekuritas tersebut. Dengan kata lain *ERC* adalah reaksi atas laba yang diumumkan oleh perusahaan yang mencerminkan kualitas dari laba yang dilaporkan perusahaan.

Tinggi rendahnya *ERC* sangat ditentukan kekuatan responsif yang tercermin dari informasi (*good/ bad news*) yang terkandung dalam laba. *ERC* merupakan salah satu ukuran atau proksi yang digunakan untuk mengukur kualitas laba (Collins dan Kothari, 1989a).

Pengertian *Earnings Response Coefficient* menurut (Cho, 1991) adalah sebagai berikut: “Koefisien Respon Laba didefinisikan sebagai efek setiap dolar *unexpected earnings* terhadap *return* saham, dan biasanya diukur dengan slopa koefisien dalam regresi *abnormal returns* saham dan *unexpected earning*.” Cho dan Jung mengklasifikasi pendekatan teoritis *ERC* menjadi dua kelompok yaitu (1) model penilaian yang didasarkan pada informasi ekonomi (*information economics based valuation model*) seperti dikembangkan oleh Holthausen dan Verrecchia bahwa kekuatan respon investor terhadap sinyal informasi laba merupakan fungsi dari ketidakpastian di masa mendatang (Holthausen dan Verrecchia, 1988). Semakin besar *noise* dalam sistem pelaporan perusahaan (semakin rendah kualitas laba), semakin kecil *ERC* dan (2) model penilaian yang didasarkan pada *time series* laba (*time series based valuation model*) (Beaver dkk, 1980).

Beaver mendefinisikan, *ERC* merupakan koefisien slope atas laba yang mengukur besarnya kekuatan harga saham dalam merespon laba akuntansi. Koefisien laba akuntansi dapat menunjukkan kualitas laba perusahaan. Scoot mendefinisikan *Earnings Response Coefficient (ERC)* sebagai berikut: “*An earnings response coefficient measures the extent of a security’s abnormal market return in response to the unexpected component of reported earnings of the firm issuing that security*”. (Scott, 2015:163)

Investor memiliki kepercayaan awal tentang ekspektasi return dan resiko perusahaan jauh hari sebelum laporan keuangan dikeluarkan. Bahkan, periode peramalan ini dapat mencapai 1 tahun sampai sesaat sebelum penyampaian laporan keuangan. Menjelang saat-saat dikeluarkannya laporan keuangan, investor memiliki lebih banyak informasi untuk melakukan analisis terhadap laba akuntansi. Pada



saat perusahaan mengumumkan laporan keuangan akan terjadi *good news* ataupun *bad news*. Jika laba akuntansi yang dilaporkan lebih tinggi dibanding prediksi investor maka yang terjadi adalah *good news*, investor akan melakukan revisi keatas terhadap prediksi laba perusahaan. Sebaliknya, *bad news* dapat terjadi jika laba akuntansi yang dilaporkan lebih rendah dibanding prediksi investor, yang menyebabkan investor melakukan revisi kebawah dan sangat mungkin akan menjual saham perusahaan tersebut (Ball, 1965).

Secara teoritis volume saham sangat dipengaruhi segera setelah perusahaan mengumumkan laporan keuangannya. Apabila yang terjadi adalah *good news* maka investor akan membeli saham perusahaan, akibatnya harga saham akan meningkat dan jika terjadi *bad news* investor akan menjual saham perusahaan tersebut sehingga harga saham akan turun. Kenaikan dan penurunan harga saham tersebut terakumulasi pada *cumulative abnormal return (CAR)* pada masing-masing perusahaan.

Hasil penelitian Ball dan Brown menunjukkan bahwa variable pengukur laba memberikan hasil yang hampir sama. Bagian atas menunjukkan *cumulative abnormal return* untuk pengumuman *good news* dan kurva bagian bawah untuk pengumuman laba yang mengalami *bad news*. Variabel pertama menggunakan laba bersih sebagai pengukur laba dengan pendekatan *accounting beta*. Variable kedua menggunakan *Earnings Per Share (EPS)* dengan pendekatan *accounting beta*. Variable ketiga memakai *EPS* dengan pendekatan *time series*.

Perbedaan antara *return* sebenarnya dan *return* yang yang diperoleh dengan pendekatan model indeks adalah *abnormal return* yang merupakan cerminan suatu kejadian tertentu. *Abnormal return* dapat diukur dengan menggunakan model selisih antara *return* aktual dan *return* pasar

*Unexpected Earnings (UX)* adalah variabel pengukuran untuk selisih laba akuntansi yang direalisasi dengan laba akuntansi yang diharapkan oleh pasar. *Unexpected Earning* diukur dengan menggunakan laba

bersih sebagai pengukur laba dengan pendekatan *accounting beta* atau menggunakan *EPS* dengan pendekatan *accounting beta* atau dapat juga memakai *EPS* dengan pendekatan *time series*. Pada penelitian *ERC* investor membuat prediksi variabel laba (*EPS*) yang akan dibandingkan dengan *EPS* aktual pada tanggal penerbitan laporan keuangan. Pengukuran respon pasar berdasarkan hubungan antara kandungan informasi terhadap laba dan *abnormal retur* yang dihitung dengan slope model linier dapat dilakukan dengan dua cara yaitu:

Pertama, *Cross sectional* atau disebut dengan *pool regression*. *ERC* sama untuk semua perusahaan dalam satu industry. "*Earnings Response Coefficients vary across firms many short-window accounting studies estimate earnings response coefficients using a pooled cross-sectional regression model which implicitly assumes that coefficients are identical across firms*". (Teets dan Wasley, 1996)

Kedua, *Time series* atau disebut juga *firm specific ERC*. Tiap perusahaan memiliki satu angka *ERC* yang diperoleh dari *forecast* tahun-tahun sebelumnya. *Time series* membutuhkan data dalam rentang waktu yang cukup lama. Pada beberapa penelitian metode ini lebih baik dibandingkan *pool regression* (Teets dan Wasley, 1996).

Sejalan dengan teori pasar efisien yang menyatakan bahwa pasar segera bereaksi terhadap informasi baru di pasar, sehingga sesaat sebelum dan sesudah laporan keuangan dipublikasikan akan mempengaruhi respon pasar. Ball dan Brown menemukan bahwa efek return saham *abnormal* terhadap laba akrual bersifat rata-rata (Ball, 1965). Artinya baik perusahaan yang mengalami *good news* maupun *bad news* memiliki positif *abnormal return* secara rata-rata. Hasil penelitiannya menyatakan terdapat variasi *ERC* antara satu perusahaan dengan perusahaan yang lain yang menjadi obyek penelitian.

Namun, laporan laba tahunan tidak bisa dianggap sebagai media yang tepat karena sebagian besar informasi diperoleh dari laporan interim (laporan keuangan bulanan, triwulan atau periode lain selain

tahunan) yang nampaknya lebih penting untuk informasi harga, penelitian selanjutnya mereka juga menemukan bahwa pasar merespon sumber data selain laporan laba tahunan. Lebih dari dua dekade kemudian, (Ohlson, 1990) mengkaji dan mensintesis valuasi tentang penilaian perusahaan menggunakan informasi akuntansi. Penelitiannya mengkritik ketidakpastian dan konsistensi model antar temporal dan menyimpulkan bahwa ada sejumlah kekurangan dalam konstruksi teoritis yang digunakan pada beberapa penelitian sebelumnya. Investor atau juga analis yang melakukan valuasi harus lebih dulu mengumpulkan semua informasi yang diperlukan. Informasi yang diperlukan merupakan informasi yang tertulis dan umumnya mengenai masa lalu.

Teori positif akuntansi muncul kembali pada tahun 1990 (Watts dan Zimmerman, 1990). Menyusul penelitian yang telah diterbitkan tahun 1978 dan 1979, (Watts dan Zimmerman, 1990) mengusulkan tiga cara untuk memperbaiki teori. Pertama, perbaikan utama adalah untuk membangun hubungan yang lebih erat antara teori dan empiris. Perbaikan kedua adalah pengembangan model yang tepat yang mengidentifikasi endogenitas antara variabel regresi, ketiga adalah mencoba menilai model untuk membantu mengurangi kesalahan pengukuran.

Sehgal dan Pandey (2010) dalam menilai aset saham pada penelitiannya yang diestimasi merupakan nilai aset tersebut di masa mendatang. Pendekatan diskonto menyatakan bahwa harga saham sekarang ini merupakan hasil yang diperoleh oleh investor dari perusahaan pada masa mendatang didiskontokan terhadap biaya modal perusahaan. Asumsikan semua pendapatan (laba bersih) tidak diberikan kepada investor sehingga nilai perusahaan adalah yang dihasilkan perusahaan yaitu pendapatan perusahaan. Ada juga perusahaan yang tidak membagikan seluruh laba bersih kepada investor karena untuk tujuan investasi dan hasil yang diperoleh dimasa mendatang tersebut merupakan arus kas. Arus kas bebas (*Free Cash Flow*) yang bisa dipergunakan dibagi menjadi dua yaitu arus kas bebas kepada ekuitas

(*Free Cash-Flow to Equity*) dan arus kas bebas ke perusahaan (*free cash-flow to the firm*) (Sehgal dan Pandey, 2010).

Pada beberapa dekade berikutnya beberapa peneliti memberikan argumen dan menyoroti tentang kelemahan ukuran *ERC* yang digunakan untuk mengukur kualitas laba yang diumumkan dan membahas tentang harapan *ERC* dimasa depan. Feltham dan Ohlson (1995) berpendapat bahwa nilai buku harusnya sama dengan nilai pasar. Namun, pada kenyataannya nilai pasar sangat berbeda dari nilai buku. Penelitian ini berkaitan dengan sejauh mana ukuran *ERC* lebih dekat jika nilai buku sama dengan nilai pasar juga tergantung pada sifat aktivitas operasi perusahaan serta bagaimana mengukur laba. Penelitian mereka menduga bahwa ukuran *ERC* mungkin berbeda jika arus kas diterapkan dan tidak hanya laba berdasarkan biaya historis ataupun prinsip akrual.

Penelitian Patatoukas (2014) secara keseluruhan menyoroti *informativeness* dan relevansi laba akuntansi untuk penilaian pada pasar saham. Temuannya menyoroti pentingnya *cash flow* didalam mengevaluasi informasi laba akuntansi pada pasar saham. Koefisien respon pasar menunjukkan berapa besar respon pasar terhadap harga saham setelah penyampaian informasi perubahan laba dan *cash flow*. Pada setiap perusahaan perubahan angka laba, *cash flow* dan tingkat diskonto berpengaruh signifikan terhadap *ERC* (Patatoukas, 2014). Sedangkan Dechow (Dechow dan Ge, 2006) memberikan dasar untuk menjelaskan hubungan antara perubahan laba dan tingkat pengembalian saham. Hubungan antara perubahan laba dan return saham tidak hanya bergantung pada kovarian perubahan laba dengan *cashflow* tetapi juga pada kovariat perubahan laba dengan komponen sisa realisasi return saham.

Investor selain menggunakan angka laba juga menggunakan informasi lain tentang perusahaan yang juga dipublikasikan. Informasi tersebut digunakan oleh investor untuk membuat prediksi terhadap perusahaan, sehingga investor tidak hanya tergantung pada informasi

laporan keuangan saja. Investor akan menggunakan semua informasi yang tersedia di pasar untuk melakukan analisis terhadap kinerja perusahaan dan untuk membuat prediksi (Scott, 2015:165).

*Cash Flow* Operasional merupakan aliran kas yang berkaitan dengan operasional perusahaan seperti; penjualan, biaya umum, dan administrasi. Informasi laporan arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, serta memungkinkan pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dari arus kas masa depan dari berbagai perusahaan. Laporan arus kas dapat memberikan informasi yang cukup bagi investor untuk menginvestasikan (Hecht dan Vuolteenaho, 2006).

Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya organisasi dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi organisasi, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar. Informasi mengenai unsur tertentu arus kas historis bersama dengan informasi lain berguna dalam memprediksi arus kas operasi masa depan. Arus kas dari aktivitas operasi terutama diperoleh dari aktivitas penghasil utama pendapatan organisasi. Oleh karena itu, arus kas tersebut pada umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi bersih. Perusahaan sekuritas dapat memiliki sekuritas untuk diperdagangkan yang jumlahnya sama dengan persediaan yang dibeli untuk dijual kembali. Sehingga, arus kas yang berasal dari pembelian dan penjualan dalam transaksi atau perdagangan sekuritas tersebut diklasifikasikan sebagai aktivitas operasi. Sama halnya dengan pemberian kredit oleh lembaga keuangan juga harus diklasifikasikan sebagai aktivitas operasi, karena berkaitan dengan aktivitas penghasil utama pendapatan lembaga keuangan tersebut.

Abdulah dalam penelitiannya menemukan bukti empiris bahwa komponen-komponen arus kas dari aktifitas operasi dan pendanaan

memiliki hubungan yang signifikan dalam respon pasar, sedangkan arus kas investasi tidak memiliki hubungan signifikan dengan respon pasar. Laporan arus kas memberikan informasi yang cukup bagi investor untuk menginvestasikan dananya. Informasi laporan arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, serta memungkinkan pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dari arus kas masa depan dari berbagai perusahaan (Abdullah, 2017).

Laporan arus kas dapat memberikan informasi yang memungkinkan para pemakai untuk mengevaluasi perubahan dalam aktiva bersih perusahaan, struktur keuangan dan kemampuan untuk mempengaruhi jumlah serta waktu arus kas dalam rangka adaptasi dengan perubahan keadaan dan peluang. Kandungan informasi laporan arus kas dapat diukur dengan menggunakan kekuatan hubungan antara arus kas dengan harga atau return saham. Informasi laporan arus kas akan dikatakan mempunyai makna apabila digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan oleh investor (Fuad, 2011).

CAPM digunakan untuk memprediksikan keseimbangan *expected return* dan risiko suatu aset pada kondisi *equilibrium*. Dalam hal ini risiko yang diperhitungkan hanyalah risiko sistematis (*systematic risk*) atau risiko pasar yang diukur dengan beta ( $\beta$ ). Model CAPM yang dikembangkan oleh Sharpe menerapkan analisis normatif Markowitz dengan menurunkan model penilaian harga aset (Sharpe, 1964) I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model (hence, CAPM).

Selain CAPM pada dekade tersebut berkembang pula penelitian yang dilakukan oleh Ball (1965) untuk meneliti hubungan antara laba dan harga saham dengan menggunakan dimensi *Earning Per Share*

(EPS). Pada perkembangannya sejumlah penelitian mulai menentang keabsahan CAPM dan telah berhasil ditemukan sejumlah variabel yang memiliki kemampuan lebih baik dalam menjelaskan variasi return saham. Penelitian-penelitian selanjutnya berusaha menjelaskan tentang kualitas laba yang direspon oleh investor dengan meneliti hubungan antara laba dan harga saham.

Penelitian berikutnya dilakukan oleh Collins & dan Kothari (1989a) yang mengukur kualitas laba dengan menggunakan *ERC* melalui model indeks *Cumulative abnormal return* (CAR) dan *Unexpected Earnings* (UX) untuk melakukan pengukuran dan menganalisis validitas dari teori pasar efisien bentuk setengah kuat dengan melakukan pengamatan terhadap CAR. Pengukuran respon pasar berdasarkan hubungan antara kandungan informasi terhadap laba dan *abnormal retur* yang dihitung dengan slope model linier, yaitu slope koefisien yang dikenal dengan *Earnings Response Coefficient* (ERC) dengan persamaan berikut: (Collins & Kothari, 1989b)

$$CAR_t = a + \beta UX_t + \varepsilon_t$$

CAR adalah pengukuran *risk adjusted return* untuk saham yang diakumulasi pada beberapa periode.

Besarnya *Cumulative abnormal return* (CAR) yaitu *abnormal return* suatu saham selama suatu periode pengujian. Rumus yang digunakan adalah:

$$CAR_{it} = \sum_{+t}^{-t} AR_t$$

Penjelasan rumus:

$CAR_t$ : *abnormal return* kumulatif perusahaan selama periode pengamatan  $t$  ( $t$  hari sebelum tanggal publikasi dan  $t$  hari setelah tanggal publikasi laporan keuangan)

$AR_t$  : *abnormal return* perusahaan pada hari  $t$

*Abnormal return* yang merupakan cerminan suatu kejadian tertentu yang diukur dengan menggunakan model selisih antara *return* aktual dan *return* pasar Secara matematis rumus tersebut adalah sebagai berikut:

$$AR_t = R_t - R_{m,t}$$

Dimana  $AR_t$  adalah *abnormal return* pada waktu  $t$ ,  $R_{it}$  adalah *return* yang diperoleh saham pada waktu  $t$ , dan  $R_{mt}$  adalah *return* pasar pada waktu  $t$  yang dihitung dengan menggunakan indeks harga saham gabungan.

*Unexpected Earnings (UX)* adalah variabel pengukuran untuk selisih laba akuntansi yang direalisasi dengan laba akuntansi yang diharapkan oleh pasar. *Unexpected Earning* diukur dengan menggunakan laba bersih sebagai pengukur laba dengan pendekatan *accounting beta* atau menggunakan *EPS* dengan pendekatan *time series*. Pada penelitian *ERC* investor membuat prediksi variabel laba (*EPS*) yang akan dibandingkan dengan *EPS* aktual pada tanggal penerbitan laporan keuangan. Berikut adalah *Unexpected Earnings* jika dihitung dengan memakai *EPS* dengan pendekatan *time series* (Ray Ball, 1965):

$$UX_t = \frac{(EPS_t - EPS_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Teori Akuntansi Positif yang digagas Watts dan Zimmerman (1990) menyatakan bahwa tujuan dari teori akuntansi adalah untuk menjelaskan praktik akuntansi yang dapat diobservasi dan memprediksi fenomena yang tidak terobservasi serta menghubungkan konsep-konsep dalam bentuk hipotesis yang akan diuji. (Watts, 2003) berpendapat bahwa teori tentang akuntansi sulit untuk menarik pembenaran untuk pengaturan standar karena keterbatasan bukti tentang hubungan antara akuntansi yaitu jumlah laba yang dilaporkan dan besarnya perubahan aktual dalam harga saham biasa di pasar. Kajian kami mendukung pandangan bahwa akuntansi informasi berguna bagi investor ekuitas maupun ke standar akuntansi keuangan setter hanya jika penelitian

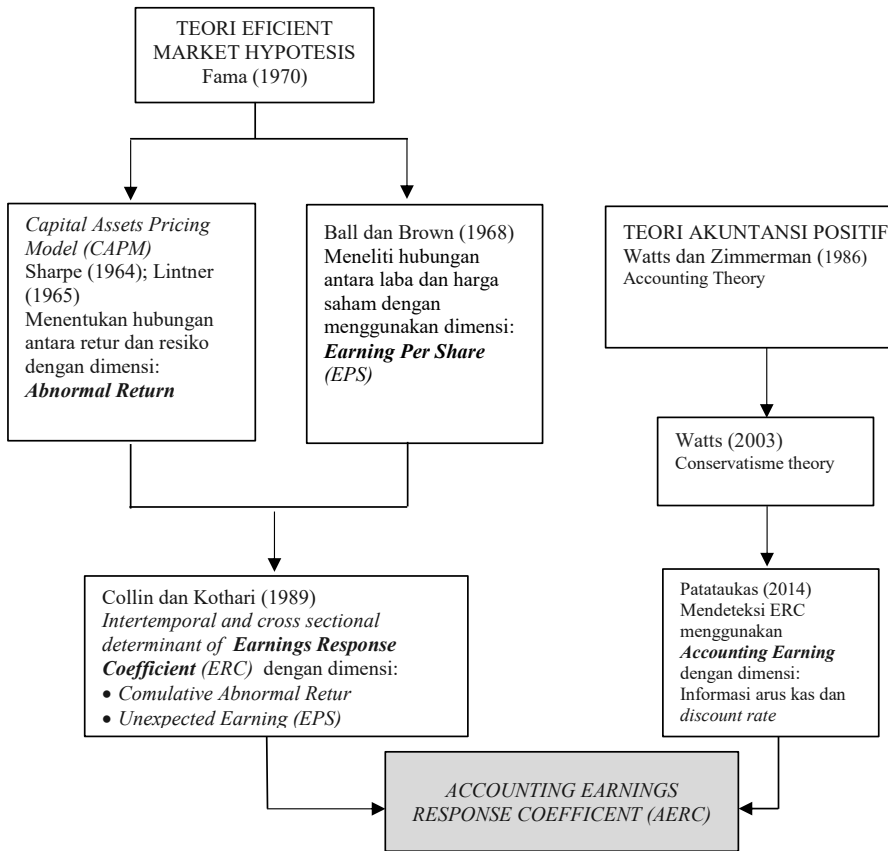


di masa depan dapat membantu memperbaiki temuan sebelumnya mencapai hubungan yang lebih kuat antara laba dan *ERC*.

Penelitian Patatoukas (2014) utamanya membahas kualitas laba dengan dimensi *cashflow* dan tingkat disconto dan memberikan kesimpulan bahwa *cashflow* cukup berperan di dalam mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Penelitiannya menyimpulkan model regresi *ERC* tradisional gagal untuk mendeteksi reaksi pasar saham terhadap berita yang relevan dengan nilai yang disatukan secara agregat laba akuntansi karena mengalami masalah variabel yang dihilangkan. Penelitian selanjutnya diharapkan mampu menguraikan perubahan laba agregat untuk diidentifikasi komponen mana yang lebih berkorelasi dengan informasi baru yang relevan dengan nilai saham (pendapatan atau beban, akrual atau arus kas).

Pendapat ini memberikan penjelasan hubungan yang signifikan perubahan laba dengan tingkat diskonto dan *cashflow*. Jika perubahan *cashflow* positif maka akan meningkatkan perubahan harga saham di pasar. Perubahan laba secara agregat secara signifikan berkorelasi dengan informasi baru kontemporer tentang arus kas dan tingkat diskonto. Menurut pandangan ini, variasi cross-sectional diperlukan pada hubungan antara perubahan pendapatan dan berita yang relevan untuk penilaian di tingkat pasar saham, informasi arus kas berita dan informasi tingkat diskonto dalam perubahan pendapatan agregat dari waktu ke waktu memiliki dampak berlawanan pada harga pasar saham.

Berdasarkan uraian pada pendahuluan dan kajian teori sebelumnya, konsep baru yang diajukan pada penelitian dengan menggunakan metode sintesis adalah *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)* yang merupakan pengembangan konsep *ERC* sebelumnya dengan menambahkan informasi akuntansi melalui *cash flow*. Sintesis *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)* dapat dilihat pada Gambar 2.1 berikut:



Gambar 2.1 Sintesis Konsep *Accounting Earnings Response Coefficient* (AERC)

Sumber: Pengembangan konsep AERC oleh peneliti (2018)

Nilai *ERC* yang merupakan koefisien dari *CAR* dan *UX*, akan berubah dengan penempatan *CFO* pada persamaan tersebut. Hal ini disebabkan karena *CFO* yang merupakan nilai arus kas operasional akan mengakibatkan perubahan terhadap nilai koefisien, sehingga hal ini akan menyebabkan kualitas laba yang dilaporkan akan lebih mencerminkan nilai yang sesungguhnya. Selanjutnya sintesis tersebut menghasilkan formula sebagai berikut:

$$CAR_t = b_0 + b_1 UX_t + b_2 CFO_t + \varepsilon_t$$

$CAR_t$  merupakan *abnormal return* kumulatif perusahaan selama periode pengamatan  $t$  dari tanggal publikasi laporan keuangan. Dalam penelitian ini *abnormal return* dihitung menggunakan model sesuaian pasar (*market adjusted model*), yang menjelaskan bahwa estimasi *return* sekuritas terbaik *return* pasar saat itu. Untuk memperoleh data *abnormal return*, terlebih dahulu harus mencari *Returns* saham harian dan *Returns* pasar harian. *Unexpected Earnings (UX)* diartikan sebagai selisih laba akuntansi yang direalisasi dengan laba akuntansi yang diharapkan oleh pasar. *Unecpected Earning (UX)* dihitung dengan memakai EPS dengan pendekatan *time series*. *Cash Flow* operational merupakan arus kas operasi yang dihasilkan dan digunakan dalam kegiatan operasional perusahaan. Nilai *unstandardized* dari *unexpected earnings* merupakan nilai *AERC*. Nilai *CFO* pada korelasi hubungan antara *abnormal return* dan *unexpected earnings* berpotensi memberikan informasi kualitas laba yang sesungguhnya.

#### **b. Proposisi Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)**

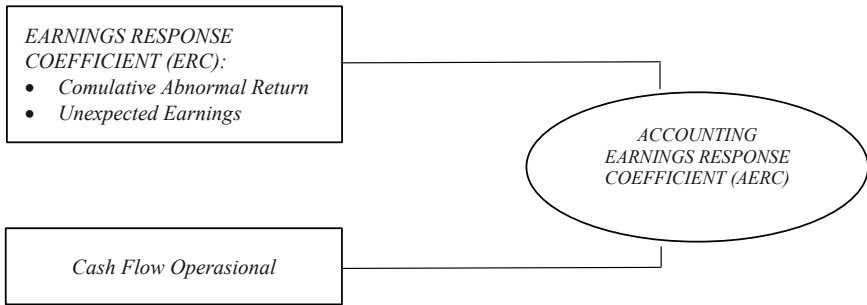
Sebagaimana terlihat pada Gambar 2.1 sintesis konsep *AERC*, bahwa konsep *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)* merupakan derivasi dari pengembangan *Earnings Response Coefficient (ERC)* yang memiliki dimensi *cash flow*. Konsep ini dibangun dari proposisi tentang kualitas laba, bahwa laba yang berkualitas adalah laba akuntansi yang informatif. Berdasarkan proses sintesis diatas proposisi yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

**PROPOSISI:** *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)*

#### ***Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)***

*Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)* adalah ukuran atas besarnya kualitas laba akuntansi yang diukur dengan slope koefisien regresi *cumulative abnormal returns* saham, *unexpected earning* dan *cash flow operational*.

Gambar 2.2 berikut ini menjelaskan bahwa *AERC* merupakan ukuran untuk kualitas laba akuntansi yang terdiri dari tiga komponen yaitu: *cumulative abnormal return*, *unexpected earnings* dan *cash flow* operasional.



Gambar 2 2 Proposisi *Accounting Earnings Response Coefficient* (AERC)

Sumber: Pengembangan konsep AERC oleh peneliti (2018)

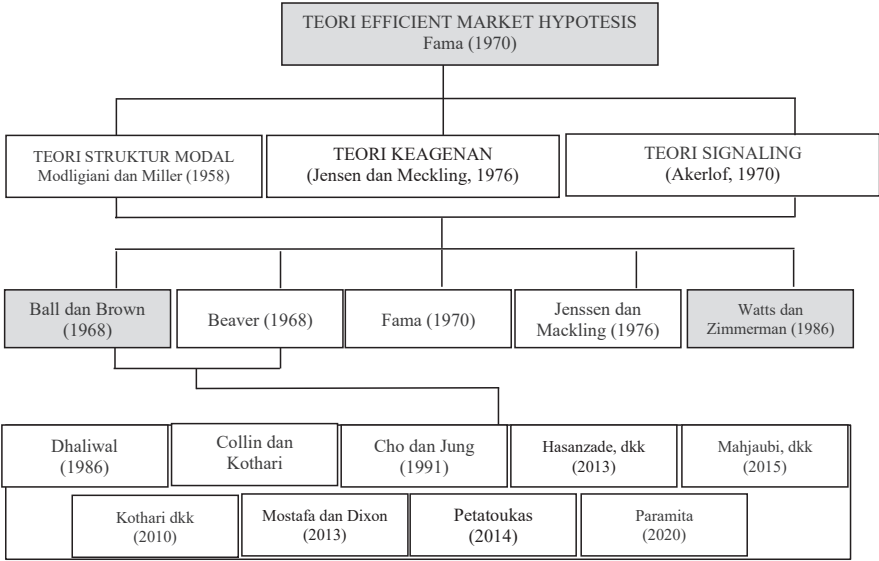
### C. Telaah Empiris

Selanjutnya pada bagian ini digambarkan pengembangan model penelitian empirik yang merupakan perkembangan teori pasar modal yang diawali dari grand teori yaitu teori *efficient market hypothesis* yang dikembangkan oleh (Eugene F. Fama, 1970). Teori harga asset modal oleh (Treyner, 1961b), (Sharpe, 1964) *I deal here with the Capital Asset Pricing Model, a subject with which I have been associated for over 25 years, and which the Royal Swedish Academy of Sciences has cited in honoring me with the award of the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. I first present the Capital Asset Pricing Model* (hence, CAPM dan (Lintner, 1965a) juga dikembangkan untuk mendukung teori pasar efisien. Selain grand teori, penelitian ini juga menggunakan *range middle theory* untuk mendukung variable-variabel lain dalam penelitian ini, yaitu teori struktur modal oleh (Modigliani dan Miller, 1958), teori keagenan oleh (Jensen dan Meckling, 1976), teori Signaling (Akerlof,

1970) hingga berkembangnya penelitian tentang *Earnings Response Coefficient*.

Berikut pada Gambar 2.3 digambarkan perkembangan teori penelitian pasar modal.

Penelitian tentang respon pasar diawali tahun 1968 oleh Ball dan Brown, “*The Information of the Annual Earnings Report*”. Tujuan penelitiannya adalah membandingkan *commulative abnormal return* pada kondisi *good news* dan *bad news* dengan menggunakan tiga variabel yaitu: Pertama, laba bersih dengan pendekatan *accounting beta*, kedua, EPS dengan pendekatan *accounting beta* dan ketiga, EPS dengan pendekatan *time series*. Hasil penelitian Ball dan Brown menyimpulkan bahwa variabel menunjukkan hasil yang hampir sama, bahwa kenaikan dan penurunan harga saham terakumulasi pada *commulative abnormal return* pada masing-masing perusahaan.



Gambar 2.3 Studi Teori Penelitian Pasar Modal

Sumber: Perkembangan teori pasar model oleh peneliti

Collins dan Kothari pada penelitiannya dengan judul *An Analysis of Intertemporal and Cross Sectional Determinant of Earnings Response Coefficients* (Collins dan Kothari, 1989a) bertujuan menganalisis perubahan harga saham terhadap *commulative abnormal return* yang diproksikan dengan *unexpected earnings* secara *cross sectional* dan temporal. Variabel yang digunakan *retur, growth, risk*, persistensi dan *firm size*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *retur, risk* dan *growth* berpengaruh positif dan signifikan, persistensi berpengaruh negatif signifikan sedangkan *firm size* tidak memberikan kekuatan penjelas terhadap *ERC*.

Beberapa penelitian yang meneliti tentang pengaruh respon pasar pada tanggal pengumuman laba perusahaan hanya menggunakan variabel-variabel bebas untuk menguji pengaruhnya terhadap respon pasar. Murwaningsari, menggabungkan beberapa variabel bebas pada penelitiannya dan menggunakan metode *Path Analysis* untuk mengamati pengaruh variabel langsung dan tidak langsung terhadap *ERC*. Murwaningsari meneliti Pengujian simultan: beberapa faktor yang mempengaruhi *ERC* dengan variabel dependen *ERC* variabel independen *leverage* dan *size*, variabel kontrol pada penelitian ini reputasi audit, opini audit, persistensi dan *growth*, dan variabel intervening *voluntary disclosure* dan *Timeliness*. Tujuan penelitian menganalisis pengaruh *leverage* dan *size* terhadap *ERC* dengan reputasi audit, opini audit, persistensi sebagai variabel kontrol, *voluntary disclosure* dan *timeliness* sebagai variabel intervening (Murwaningsari, 2008).

Hasil penelitian membuktikan terdapat pengaruh negatif *leverage* terhadap *ERC* (Moradi dkk, 2010), terdapat pengaruh positif *leverage* terhadap *voluntary disclosure* (Kwak dkk, 2007), terdapat pengaruh positif *voluntary disclosure* terhadap *ERC* (Widiastuti, 2004), (Murwaningsari, 2014), *Size* berpengaruh positif terhadap *ERC* (Chaney dan Jeter, 1992), (Collins dan Kothari, 1989a). Hasil penelitian terhadap variabel intervening menyimpulkan bahwa *voluntary disclosure* dalam penelitian

tersebut bukan merupakan variabel intervening bagi hubungan antara *leverage* dengan *ERC*.

Veronica meneliti tentang hubungan antara *Corporate Governance, Information Asymetri and Earnings Management* pada penelitiannya “*Corporate Governance, Information Asymetri and Earnings Management*” (Veronica dan Bachtiar, 2005). Hasil penelitiannya bahwa keberadaan komite audit secara efektif membatasi tingkat laba management. Proporsi dewan independen dan komite audit keberadaannya meningkatkan hubungan positif antara *acrual diskresioner* dan return saham. Hubungan ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki proporsi yang lebih tinggi pada dewan independen dan memiliki komite audit dihargai lebih tinggi oleh pasar.

Kothari menggunakan dasar teori positif, meskipun ada beberapa pandangan yang berlawanan, mereka menjelaskan bahwa cukup banyak penelitian tentang *ERC* didasarkan pada pandangan bahwa akuntansi Informasi sangat penting untuk investor (Kothari dan Short, 2003). Patatoukas menemukan bahwa ada korelasi antara informasi baru tentang *cash flow* dan diskon tarif terhadap perubahan laba di pasar saham (Patatoukas, 2014). Selain itu, Mostafa melaporkan bahwa laba dan arus kas dari operasi memiliki kandungan informasi incremental. Hasil penelitian tentang informasi akuntansi tersebut menegaskan bahwa informasi yang dihasilkan melalui laporan keuangan utama sangat relevan untuk menjelaskan pengaruh *ERC* terhadap harga saham (Mostafa dan Dixon, 2013).

Selanjutnya berdasarkan berbagai penelitian sebelumnya pada Tabel 2.1 diuraikan *state of the art* hubungan antar variabel, yang merupakan perkembangan penelitian tentang *earnings response coefficient (ERC)* yang dilakukan oleh Ball dan Brown hingga penelitian ini.

**Tabel 2.1 State of the Art Hubungan antar Variabel**

Nama (Tahun)	Judul Penelitian	Penjelasan Model	Hasil Penelitian
Ball, R ay dan Philip Brown. (1968).	An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research, 1968: 159-178	Dependen: commulative abnormal return Independen: 1. Laba bersih dengan pendekatan accounting beta, 2. EPS dengan pendekatan accounting beta 3. EPS dengan pendekatan time series	Apabila perubahan unexpected earnings positif, maka memiliki abnormal rate of return, rata-rata positif dan jika tidak memiliki isi informasi, yaitu negatif, maka abnormal rate of return rata-rata negatiF
Daniel W Collins & S.P. Kothari (1989)	<i>An Analysis of Intertemporal and Cross Sectional Determinant of Earnings Response Coefficients</i>	Dependen: ERC Independen: 1. Return 2. Growth 3. Risk 4. Persistence 5. Firm size	<i>Return, growth dan risk</i> berpengaruh positif dan signifikan pada rentang <i>cross sectional</i> , persistensi berpengaruh negatif dan signifikan sedangkan <i>firm size</i> tidak memberikan kekuatan penjelas terhadap ERC
Biddle, G. dan G. Seow. (1991).	<i>The Estimation And Determinants of Association Between Returns And Earnings: Evidence From Cross- Industry Comparisons. Journal Of Accounting, Auditing dan Finance 6: 183-232.</i>	Dependen: ERC Independen: 1. Covarian saham 2. <i>Retur</i> 3. <i>Growth</i> 4. <i>Persistence</i> 5. Karateristik industri	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ERC bergantung pada tingkat persistensi laba, prediktibilitas laba, covarian saham dengan <i>return</i> pasar, pertumbuhan perusahaan dan karakteristik industri.



Nama (Tahun)	Judul Penelitian	Penjelasan Model	Hasil Penelitian
Teoh, S. H dan T.J. Wong. (1993).	<i>Perceived Auditor Quality And The Earnings Response Coefficient. The Accounting Review: 346-366</i>	Dependen: ERC Independen: Kualitas audit	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kualitas audit dan auditor yang berskala besar lebih dapat dipercaya, hal ini dapat dibuktikan dengan ERC untuk perusahaan yang diaudit oleh auditor <i>big six</i> lebih besar dibandingkan dengan klien auditor non <i>big six</i> karena investor beranggapan bahwa laba dari auditor yang berrkualitas lebih akurat dan dapat mencerminkan nilai ekonomi sesungguhnya.
Scott, W. R. (2000).	<i>Financial Accounting Theory. 2nd ed. Canada: Prentice Hall Inc. Ontario.</i>	Dependen: ERC Independen: 1. Persistensi laba 2. Struktur modal 3. Beta 4. Kesempatan bertumbuh 5. Ukuran perusahaan	Hasil penelitian ini menunjukkan faktor faktor yang mempengaruhi <i>Earnings Response Coefficient</i> (ERC) Antara lain persistensi laba, struktur modal, beta, kesempatan bertumbuh dan ukuran perusahaan.

Nama (Tahun)	Judul Penelitian	Penjelasan Model	Hasil Penelitian
Sri Mulyani, Nur Fadrijh Asyik dan Andayani. 2007.	Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi <i>Earnings Response Coefficient</i> (ERC) Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. JAAI Voulme no 1: 35-45.	Variabel Dependent : <i>Earning Respont Coefficient</i> (ERC) Variabel Independent : 1. Persistensi Laba 2. Struktur Modal 3. Risiko Sistemik atau Beta 4. Kesempatan Bertumbuh 5. Ukuran Perusahaan 6. Kualitas Auditor	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi koefisien respon laba adalah struktur modal, kesempatan bertumbuh, ukuran perusahaan, resiko sistematik (-), persistensi laba, dan volatilitas. Sedangkan faktor yang tidak mempengaruhi adalah kualitas KAP atau auditor.
Grahita Chandrarin. (2003)	<i>The Impact of Accounting Methods for Transactions Gains (Losses) on the Earning Response Coefficient: The Indonesian Case.</i> JRAI Vol. 6, No. 3: 217-231.	Variabel Dependent: 1. ERC Variabel Independent : 1. Persistensi laba 2. Pertumbuhan laba 3. Laba prediktabilitas 4. Risiko beta 5. Struktur modal 6. Ukuran perusahaan 7. Efek industry	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dampak keuntungan transaksi (kerugian) dari koefisien respon laba signifikan secara statistik; dan bahwa investor merespon acuh tak acuh pada perusahaan mengakui metode yang berbeda dari keuntungan transaksi (kerugian). Penelitian ini, maka, terutama kontribusi untuk peraturan Badan Pengawas Pasar Modal (No. VIII G10) dan Komite Standar Akuntansi Keuangan Ikatan Akuntan Indonesia (Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 10 dan Interpretasi Standar Akuntansi Keuangan No. 4)

Nama (Tahun)	Judul Penelitian	Penjelasan Model	Hasil Penelitian
Sylvia Veronica dan Yanivi S Bachtiar (2005)	<i>Corporate Governance, Information Asymetri and Earnings Management</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. akrual diskresioner</li> <li>2. bid-ask spread</li> <li>3. kepemilikan institusional</li> <li>4. kualitas audit</li> <li>5. dewan independen</li> <li>6. komite audit</li> </ol>	Keberadaan komite audit secara efektif membatasi tingkat laba manajemen. Proporsi dewan independen dan komite audit keberadaannya meningkatkan hubungan positif antara akrual diskresioner dan return saham. Ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki proporsi yang lebih tinggi pada dewan independen dan memiliki komite audit akan dihargai lebih tinggi oleh pasar.
Margareta Jati Palupi. (2006)	Analisis Faktro-Faktor yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba: Bukti Empiris pada Bursa Efek Jakarta. Jurnal Ekubank, Vol. 3: 9-25.	Variabel Dependent : <i>Earning Respon Cooficient</i> (ERC) Variabel Independent : <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Persistensi Laba</li> <li>2. Risiko Sistematis atau Beta</li> <li>3. Kesempatan Bertumbuh</li> <li>4. Ukuran Perusahaan</li> </ol>	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi koefisien respon laba adalah resiko sistematis (+) dan persistensi laba. Sedangkan faktor-faktor yang tidak mempengaruhi adalah kesempatan bertumbuh dan ukuran perusahaan.
Mohamed Naceur Mahjoubi, Ezzeddine Abaoub, (2013)	Earnings Response Coeffisient as a measure of market Expectations: Evidence from Tunis Stock Exchange	Dependens: <i>ERC (market expectation)</i> Independen: <i>Unexpected aernings EPS</i>	<i>Earning forcast's score: Smoothing (+2) Random walk (0) Cross sectional (-2)</i> Hasilnya teknik <i>smoothing</i> lebih tinggi dari <i>cross section</i> dan <i>random walk</i> lebih tinggi <i>cross section</i> .

Nama (Tahun)	Judul Penelitian	Penjelasan Model	Hasil Penelitian
Mahbooe hasanzade, roya darabi, gholamreza mahfoozi, (2013)	<i>Factors Affering The Earnings Response Coeffisient: An Empirical Study For Iran</i>	Dependen: ERC Independen: <i>earning quality (operating profit to CFO: mc Nichals 2002), financial leverage (DER) , growth opportunities (MVB), profitability (ROA), systimatic risk (stock price index)</i> <u>Intervening: Firm Size</u>	Kesimpulan: 1. Pengaruh signifikan <i>earning quality</i> terhadap ERC ( <i>consistent</i> dengan Lev dan Thiagarajam: 1993 dan Ahmadpoor:2008) 2. Pengaruh tidak signifikan <i>leverage</i> terhadap ERC ( <i>consistent</i> dengang <i>Khosishtinat</i> dan Fallah:2006 dan tidak <i>consistent</i> dengan Lee dan farger:1991) 3. Pengaruh signifikan profitabilitas thd ERC ( <i>consistent</i> dengan Lev dan Thiagarajam: 1993 dan Lipe:1987) 4. Pengaruh signifikan <i>systimatic risk</i> terhadap ERC ( <i>consistent</i> dengan collins dan kothari:1989) 5. Penempatan firm size sebagai variabel <i>intervening</i> disimpulkan peneliti dengan hasil terdapat pengaruh <i>size</i> terhadap <i>annual return</i> . (banz:1994)

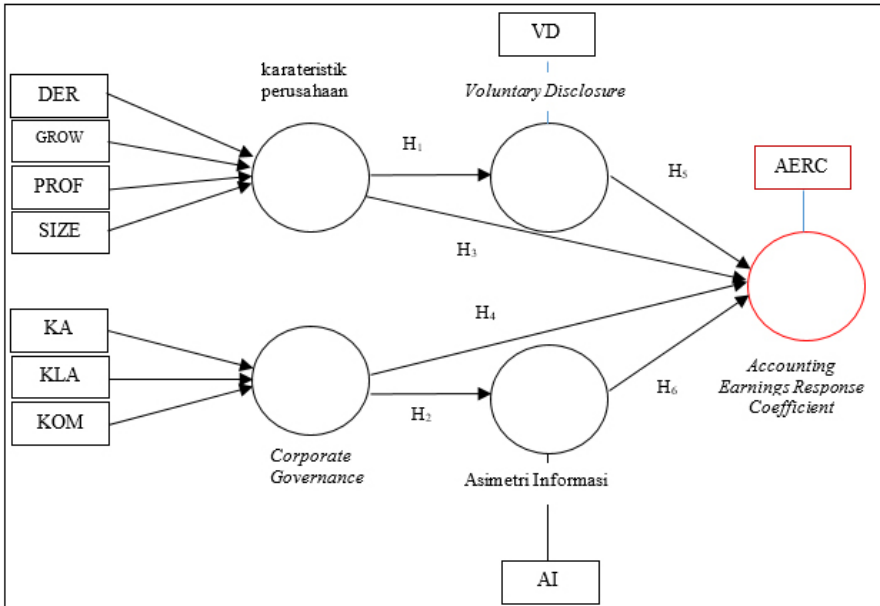
Nama (Tahun)	Judul Penelitian	Penjelasan Model	Hasil Penelitian
Paramita (2020)	<i>Accounting Earnings Response Coefficient</i> sebagai alat ukur kualitas laba akuntansi untuk menilai respon pasar.	Dependen: AERC Independen: 1. Karakteristik perusahaan ( <i>leverage</i> (DER), <i>Size, growth opportunities</i> (MVB), <i>profitability</i> (ROA)) 2. <i>Corporate Governance</i> (Komisaris Independen, Komite audit dan kualitas audit) Intervening: 1. <i>Voluntary disclosure</i> 2. Asimetri informasi	Hasil Penelitian: 1. Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap <i>voluntary disclosure</i> 2. <i>Corporate governance</i> berpengaruh signifikan terhadap asimetri informasi 3. Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap AERC 4. <i>Corporate governance</i> berpengaruh signifikan terhadap AERC 5. <i>Voluntary disclosure</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap AERC 6. Asimetri informasi tidak berpengaruh signifikan terhadap AERC 7. <i>Voluntary disclosure</i> bukan merupakan variabel intervening untuk pengaruh karakteristik perusahaan terhadap AERC 8. Asimetri informasi bukan merupakan variabel intervening untuk pengaruh <i>corporate governance</i> terhadap AERC

Sumber: Penelitian terdahulu

## D. Kerangka Konseptual Penelitian

Proses yang dikembangkan dalam penelitian ini bersumber dari kajian teori dan konsep-konsep yang mendasari dan kemudian didukung dengan beberapa riset empiris yang hasilnya telah teruji. Kajian teori dan empiris selanjutnya dijadikan dasar di dalam menentukan hipotesis yang akan diajukan.

Model penelitian ini menjelaskan pengaruh karakteristik perusahaan yang diproksikan dengan variabel *leverage*, *growth*, *profitabilitas*, *size*, dan *corporate governance* yang diproksikan dengan variabel komite audit, kualitas audit dan komisaris independen terhadap *voluntary disclosure*, asimetri informasi dan AERC. Kerangka konseptual penelitian disajikan pada Gambar 2.4



Gambar 2 4 Kerangka Konseptual Penelitian

Sumber: Pengolahan kerangka penelitian pada PLS oleh peneliti (2018)

Keterangan gambar:

DER	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
GROW	: <i>Growth</i>
PROF	: Profitabilitas
SIZE	: <i>Size</i>
KA	: Komite Audit
KLA	: Kualitas Audit
KOM	: Komisaris Independen
VD	: <i>Voluntary Disclosure</i>
AI	: <i>Asimetry Information</i>
AERC	: <i>Accounting Earnings Response Coefficient</i>

Karakteristik perusahaan pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *leverage (DER)*, *size*, *growth*, dan *profitabilitas* yang diprediksi memengaruhi kelengkapan pengungkapan sukarela yang diukur dengan indek *voluntary disclosure*. Penelitian ini menguji pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *voluntary disclosure*. Selanjutnya pada tahap pengujian dilakukan pengujian pengaruh *voluntary disclosure* terhadap respon pasar yang diprosikan dengan *AERC*.

Corporate governance diharapkan dapat berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang diinvestasikan. Beberapa mekanisme di dalam praktik *corporate governance*, seperti komisaris independen, komite audit dan kualitas audit diprediksi dapat mempengaruhi terhadap asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan perbedaan informasi yang dimiliki antara investor yang memiliki informasi dengan investor yang tidak memiliki informasi. Monitoring yang dilakukan oleh komisaris independen di dalam mekanisme *corporate governance* berfungsi mengawasi aktivitas manajemen agar tercipta perusahaan yang memiliki *good corporate governance*. Selain itu, keberadaan komite audit yang dibentuk perusahaan merupakan komite khusus yang diharapkan dapat mengoptimalkan fungsi pengawasan yang sebelumnya telah dilakukan oleh komisaris independen. Upaya meminimalkan konflik

agensi melalui *corporate governance* juga dipengaruhi oleh kualitas audit (Veronica dan Bachtiar, 2005). Komisaris independen, komite audit dan kualitas audit harus memperkuat kualitas pelaporan keuangan perusahaan dan pada akhirnya akan mengurangi asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Kualitas audit menurut (Carey dan Simnett, 2006) adalah probabilitas seorang auditor untuk (1) menemukan kecurangan/manajemen laba dalam laporan keuangan dan (2) melaporkan kecurangan tersebut. Tahap selanjutnya asimetri informasi diharapkan dapat memberikan peluang kepada pasar untuk memberikan respon terhadap informasi laba perusahaan.

## **E. Hipotesis**

Kajian teori dan studi empiris yang telah dilakukan sebelumnya dengan hasil yang berbeda-beda, selanjutnya dijadikan dasar untuk pengajuan hipotesis pada penelitian ini.

### **1. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap *Voluntary Disclosure***

Teori struktur modal menjelaskan bagaimana menjelaskan bagaimana perusahaan menentukan modal perusahaan, apakah dari pendanaan utang ataupun pendanaan modal sendiri dengan mempertimbangkan keuntungan ataupun kerugian yang ada sehingga diperoleh struktur modal yang paling baik bagi perusahaan (Brealey dkk, 2012). Menurut (Myers dan Majluf, 1984) dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal.

Ross (1976) dalam teori signaling dengan model *capital structure* menjelaskan bahwa perusahaan yang prospektif yaitu perusahaan yang skala besar dan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi inilah yang berani menyampaikan informasi yang lebih banyak kepada pemegang



saham atau investor. *Signalling theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor dan kreditor).

Penelitian yang menguji pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *Voluntary Disclosure* telah dilakukan oleh beberapa peneliti, penelitian (Banker dkk, 2013), (Nekhili dkk, 2012), (Putri, 2017) dan (Karajeh dkk, 2017) menunjukkan pengaruh positif signifikan *leverage* terhadap pengungkapan sukarela. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap kelengkapan pengungkapan sukarela (Schreck dan Raithel, 2018). Pengaruh profitabilitas terhadap pengungkapan sukarela dibuktikan oleh hasil penelitian (Mohamad dan Sulong, 2010) dan (Patelli dan Prencipe, 2007) dan pengaruh *growth* terhadap pengungkapan menunjukkan hasil positif signifikan pada penelitian (Hasanzade dkk, 2013) dan (Murwaningsari, 2008).

Beberapa penelitian empirik pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *voluntary disclosure* dapat dilihat pada Tabel 2.2 berikut:

**Tabel 2.2 Studi Empiris untuk Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap *Voluntary Disclosure* (Hipotesis 1)**

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Leverage	Voluntary Disclosure	a) Putri, (2017)
		b) Karajeh, Ibrahim, dan Lode, (2017)
		c) Banker dkk (2015)
		d) Nekhili dkk (2012)
		e) Wallace, R.S. Olesegun, Kamal Naser dan Areceli mora (2012)
		f) Mohamad, Wan (2010)
		g) Raffournier, Bernard (2006)
Size	Voluntary Disclosure	a) Schreck dan Raithel, (2015)
		b) Wallace, R.S. Olesegun, Kamal Naser dan Areceli mora (2012)
		c) Mohamad, Wan (2010)
		d) Raffournier, Bernard (2006)
		e) Mohamad dan Sulong, (2010)
Growth	Voluntary Disclosure	a) Hasanzade dkk (2013)
		b) Murwaningsari (2008)
Profitabilitas	Voluntary Disclosure	a) Mohamad, Wan (2010)
		b) Patelli dan Prencipe, 2007
		c) Raffournier, Bernard (2006)

Berdasarkan data empirik pada Tabel 2.2 diatas maka hipotesis yang diajukan pada penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kelengkapan *voluntary disclosure*

## 2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Asimetri Informasi

Teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) merupakan teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan. Teori keagenan menyebabkan adanya potensi konflik kepentingan antara principal dan agent dalam perusahaan. Teori Agensi tersebut mengimplikasikan adanya asimetri informasi antara manager (*agent*) dengan pemilik (*principal*). Sistem *Corporate Governance* yang baik dapat memberikan perlindungan terhadap pihak-pihak yang berkepentingan yaitu para pemegang saham, manajemen maupun kreditor.

Studi empiris yang dilakukan untuk menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap Asimetri Informasi dilakukan oleh (Bedard dkk, 2001), (Veronica dan Bachtiar, 2005), (Barus dan Setiawati, 2015), (Suryanto, 2016) yang memberikan bukti bahwa komisaris independen, komite audit dan kualitas audit efektif meningkatkan kualitas dan kuantitas informasi yang diungkapkan oleh perusahaan, sehingga mengurangi asimetri informasi.

Beberapa penelitian empirik pengaruh *Corporate Governance* terhadap Asimetri Informasi dapat dilihat pada Tabel 2.3 berikut:

**Tabel 2.3 Studi Empiris untuk Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Asimetri Informasi (Hipotesis 2)**

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Komite audit	Asimetri Informasi	a) MARRAKCHI CHTOUROU dkk (2001)
		b) Veronica, Sylvia dan Bachtiar, Yanifi (2005)
Komite independen	Asimetri Informasi	a) Nekhili dkk (2012)
		b) Veronica, Sylvia dan Bachtiar (2005)

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Kualitas Audit	Asimetri Informasi	a) Veronica, Sylvia dan bachtiar (2005) b) Suryanto (2016)

Berdasarkan data empirik pada Tabel 2.3 diatas maka hipotesis yang diajukan pada penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2: *Corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap asimetri informasi

### 3. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)*

Teori signaling model capital struktur yang dikembangkan (Ross, 1976) mengasumsikan bahwa pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi yang belum tersedia di publik sehingga memungkinkan bagi manajer untuk memilih dalam penggunaan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar.

Beberapa peneliti berikut (Murwaningsari, 2008), (Ferri dkk 2018), (Eugster dan Wagner, 2017) membuktikan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif terhadap koefisien respon laba. (Moradi dkk, 2010) mendukung hubungan positif untuk pengaruh *size* terhadap koefisien respon laba. Penelitian tentang pengaruh pertumbuhan terhadap koefisien respon laba, menurut (Hasanzade dkk, 2013) mempunyai pengaruh yang positif. Perusahaan bertumbuh mempunyai koefisien respon laba yang lebih tinggi, karena perusahaan tersebut mempunyai kesempatan memperoleh laba lebih tinggi di masa mendatang. Pengaruh profitabilitas terhadap respon pasar telah dibuktikan berpengaruh positif pada penelitian (Ray Ball, 1965), (Martani dan Khairurizka, 2009), (Okolie, 2014), (Paramita, 2014).

Beberapa penelitian empirik pengaruh karakteristik perusahaan terhadap koefisien respon laba dapat dilihat pada Tabel 2.4 berikut:

**Tabel 2.4 Studi Empiris untuk Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Koefisien Respon Laba (Hipotesis 3)**

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Leverage (DER)	ERC	a) Martani, Khairwitzka (2009) b) Okolie (2014) c) Paramita (2014)
Size	ERC	a) Collins dan Kothari (1989) b) Paramita (2014) c) Okolie (2014) d) Pimentel, C.Rene (2015)
Growth	ERC	a) Collins dan Kothari (1989) b) Okolie (2014)
Profitabilitas	ERC	a) Ball, Ray dan Ball (1968) b) Martani, Khairwitzka (2009) c) Paramita (2014)

Berdasarkan data empirik pada Tabel 2.4 diatas maka hipotesis yang diajukan pada penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3: Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient*

#### **4. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)***

Teori keagenan menjelaskan mengenai hubungan antara pemilik saham dengan pihak manajemen. Menurut *agency theory*, principal selaku pemegang saham atau owner mempekerjakan agent atau manajer untuk mengelola resource yang dimiliki secara efisien dan efektif untuk memberikan profit dan sustainability perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Perspektif teori agensi ini merupakan konsep dasar dari *corporate governance* yang diharapkan bisa berfungsi untuk memberikan jaminan atau keyakinan kepada pihak investor bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi investor. Keyakinan ini

akan mendorong investor memberikan respon terhadap semua informasi yang disajikan oleh perusahaan.

Studi empirik pengaruh *Corporate Governance* terhadap *AERC* didasarkan pada beberapa penelitian yang menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap respon pasar. Healy dan Palepu (2001), Okolie (2014), Balsam dkk (2003) meneliti pengaruh komisaris independen, komite audit dan kualitas audit terhadap respon pasar dan menunjukkan hasil positif signifikan. Beberapa penelitian empirik pengaruh *Corporate Governance* terhadap *AERC* dapat dilihat pada Tabel 2.5 berikut:

**Tabel 2.5 Studi Empiris untuk Pengaruh *Corporate Governance* terhadap AERC (Hipotesis 4)**

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Komite audit	ERC	Okolie (2014) Balsam, Krishnan, dan Yang (2003)
Komisaris independen	ERC	Nekhili (2000)
Kualitas Audit	ERC	a) Healy, Paul M. dan Krisnha G.Palepu (2000) b) Okolie (2014)

Berdasarkan data empirik pada Tabel 2.5 diatas maka hipotesis yang diajukan pada penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4: *Corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient*

## **5. Pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)***

Penelitian Fama (Fama, 1970) memberikan pengertian bahwa konsep pasar yang efisien berarti harga saham yang sekarang mencerminkan segala informasi yang ada. Hal ini berarti bahwa informasi berasal dari informasi masa lalu, sekarang dan informasi dari perusahaan itu sendiri.

Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham.

Pengumuman informasi akuntansi memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang (*good news*). Sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham. Dengan demikian pasar akan bereaksi yang tercermin melalui perubahan dalam volume perdagangan saham. Dengan demikian hubungan antara publikasi informasi baik laporan keuangan, kondisi keuangan ataupun sosial politik terhadap fluktuasi volume perdagangan saham dapat dilihat dalam efisiensi pasar. Pasar modal efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan.

Studi empirik pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap *AERC* didasarkan pada beberapa penelitian yang menguji pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap respon pasar. Penelitian (Yuen, 2009), (Nekhili dkk, 2012) dan (Watson dkk, 2002) menjelaskan pengungkapan kelengkapan akan menurunkan Koefisien respon pasar. Penelitian (Schreck dan Raithel, 2018), (Murwaningsari, 2008) dan (Paramita, 2014) menunjukkan hasil yang berbeda, bahwa luas pengungkapan sukarela berpengaruh positif terhadap koefisien respon pasar.

Berikut ini pada Tabel 2.6 merupakan beberapa penelitian empirik pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap *AERC*.

**Tabel 2.6 Studi Empiris untuk Pengaruh *Voluntary Disclosure* terhadap AERC (Hipotesis 5)**

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Voluntary Disclosure	ERC	a) Watson dkk (2002) b) Widiastuti (2004) c) Murwaningsari (2008) d) Yuen (2009) e) Paramita (2014) f) Schreck dan Raithel (2015)

Berdasarkan data empirik pada Tabel 2.6 diatas maka hipotesis yang diajukan pada penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis 5: *Voluntary disclosure* berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefisient*

#### **F. Pengaruh Asimetri Informasi terhadap *Accounting Earnings Response Coefisient (AERC)***

Penelitian Myer dan Majluf (Myers dan Majluf, 1984) memberikan pandangan berdasarkan informasi asimetri bahwa, pertama, manajer perusahaan lebih mengetahui tentang laba perusahaan saat ini dan kesempatan untuk berinvestasi dibandingkan investor luar dan kedua, manajer bertindak berdasarkan kepentingan pemegang saham yang ada. Informasi akuntansi yang berkualitas berguna bagi investor untuk menurunkan ketidakseimbangan informasi (*asymmetry information*). Hal ini didukung oleh (Copeland dan Galai, 1983) yang mengatakan bahwa pengungkapan informasi akuntansi mempunyai potensi untuk mengurangi informasi asimetri. Informasi asimetri seharusnya berkurang pada saat perusahaan mengumumkan informasi publik dan informasi spesifik perusahaan.

Studi empirik pengaruh Asimetri Informasi terhadap *AERC* didasarkan pada beberapa penelitian yang menguji pengaruh Asimetri



Informasi terhadap respon pasar. Penelitian yang menguji pengaruh asimetri informasi lebih banyak yang menguji pengaruhnya terhadap manajemen laba, (Glosten dan Milgrom, 1985) meneliti *bid ask spread* terhadap respon pasar dan menyimpulkan hasil penelitiannya bahwa asimetri informasi merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi bagaimana investor merespon informasi yang disajikan perusahaan. Peneliti lain yang juga meneliti tentang pengaruh asimetri informasi terhadap respon pasar adalah (Healy dan Palepu, 2001), (P. Dechow dkk, 2010) dan (Benston dan Hagerman, 1974). Penelitian mereka menyimpulkan asimetri informasi berpengaruh negatif terhadap respon pasar.

Berikut ini pada Tabel 2.7 merupakan penelitian empirik pengaruh Asimetri Informasi terhadap *AERC*:

**Tabel 2.7 Studi Empiris untuk Pengaruh Asimetri Informasi terhadap AERC (Hipotesis 6)**

Variabel X	Variabel Y	Peneliti
Asimetri Informasi	ERC	Glosten dan Milgrom (1985) Healy dan Palepu (2001) P. Dechow dkk (2010) Hagerman (2015)

Berdasarkan data empiris Tabel 2.7 diatas maka hipotesis yang diajukan pada penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis 6: Asimetri informasi berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefisient*.

# BAB 3

## METODE PENELITIAN

### A. Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang melakukan pengukuran terhadap fenomena sosial dengan menggunakan variable dan indikator. Penelitian ini dilakukan dengan mengumpulkan data dan melakukan analisis secara statistik untuk mencari suatu hubungan pada variable yang diteliti. Sesuai dengan sifat eksplanasi ilmu, penelitian ini termasuk penelitian Kausalitas, yaitu merupakan jenis penelitian yang menjelaskan hubungan sebab akibat (*Cause-effect*) antara beberapa konsep atau beberapa variabel melalui pengujian hipotesis.

Penelitian ini dirancang untuk menjelaskan pengaruh karakteristik perusahaan dan *corporate governance* terhadap *AERC* secara langsung atau secara tidak langsung melalui variabel intervening *voluntary disclosure* dan asimetri informasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2014-2017. Penelitian ini mengambil data laporan keuangan, laporan tahunan, data harga pasar saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG), *earning per share*, *return* saham harian, *market return* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## B. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2017. Teknik sample penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling method*, sehingga sampel harus memenuhi kriteria-kriteria yang ditetapkan agar dapat mewakili populasinya.

Perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini harus memenuhi kriteria-kriteria berikut:

1. Perusahaan yang sahamnya tetap aktif beroperasi mulai tahun 2014 sampai bulan Desember 2017, serta mempublikasikan laporan keuangan *audited* secara rutin. Bukan Perusahaan *IPO (Initial Public Offering)* atau perusahaan yang tidak pernah mengalami delisting dari BEI selama periode estimasi. Pemenuhan kriteria ini agar data yang diperoleh runtut dengan jumlah sampel yang sama pada setiap periode penelitian. Hal ini bertujuan agar hasil penelitian tidak bias dan memberikan nilai yang representatif
2. Perusahaan tidak menghentikan operasinya dan tidak melakukan penggabungan usaha serta tidak berubah status sektor industrinya. Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi akan berbeda dalam penyajian laporan keuangannya dan hal ini akan menyulitkan peneliti untuk memperoleh data pada beberapa variabel.
3. Perusahaan tidak mengalami kerugian selama periode estimasi. Hal ini dikarenakan penelitian ini menguji pengaruh variabel bebas terhadap kualitas laba dan hanya perusahaan yang memperoleh laba positif yang dijadikan sampel penelitian.
4. Memiliki data lengkap yang digunakan sebagai variabel dalam penelitian ini dan secara konsisten dilaporkan kepada Otorisasi Jasa Keuangan. Data lengkap dalam hal ini adalah tersedianya laporan tahunan untuk pengambilan data *voluntary disclosure*, komisararis independen dan komite audit. Selain itu juga ketersediaan data yang menjelaskan tentang tanggal dilakukannya publikasi lapo-

ran keuangan. Data tersebut selanjutnya akan digunakan sebagai dasar penentuan H-5 dan H+5 pada pengambilan data IHSG.

Dari kriteria sampel di atas dapat diketahui perusahaan yang bisa dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah seperti yang tampak pada Tabel 3.1:

**Tabel 3 1 Proses Penarikan Sampel**

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan manufaktur yang listed di BEI tahun 2017	159
2	IPO dan delisting	(18)
3	Berubah sektor/core industri karena merger, akuisisi	(0)
4	Mengalami kerugian dalam pada satu atau lebih tahun periode penelitian	(70)
5	Data untuk variabel penelitian tidak lengkap	(2)
6	Total Sampel Perusahaan	69

Sumber data: Data BEI, diolah

## C. Jenis dan Sumber Data

### 1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data kuantitatif yaitu data yang dapat diukur dan dihitung secara langsung. Pada Penelitian ini data kuantitatif yang digunakan yaitu data harga saham, indeks harga saham gabungan (IHSG), *earning per share*, *return* saham harian dan *market return* untuk mengukur variabel *accounting earnings respons coefficient* dalam penelitian ini.

Data untuk mengukur variabel karakteristik perusahaan berupa data *leverage*, *growth*, profitabilitas dan ukuran perusahaan dengan menggunakan total asset. Untuk mengukur variabel corporate governance berupa data jumlah komite audit, jumlah dewan komisaris dan kualitas audit dengan cara menghitung nilai ROA dan mencari nilai standar

deviasi ROA. Variabel asimetri informasi menggunakan data *offer price* dan *bid price* untuk menghitung nilai *spread* masing-masing perusahaan sampel. Variabel *voluntary disclosure* menggunakan pengamatan terhadap kelengkapan pengungkapan sukarela perusahaan untuk dihitung tingkat kelengkapan masing-masing perusahaan sampel.

## 2. Sumber Data

Penelitian ini menggunakan sumber data skunder yaitu data yang telah tersedia dan dikumpulkan oleh sumber lain dimana ketersediaan data tidak hanya digunakan untuk tujuan penelitian ini. Data skunder penelitian ini berasal dari Bursa Efek Indonesian dan diambil melalui situs resminya.

## 3. Definisi Operasional Variabel dan Skala Pengukurannya

Definisi operasional variabel menguraikan definisi setiap variabel yang mengacu pada definisi konseptual dan disertai indikator-indikator variabel yang digunakan pada penelitian ini:

### a. *Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)*

*Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)* merupakan ukuran atas besarnya kualitas laba akuntansi yang diukur dengan slopa koefisien dalam regresi *cumulative abnormal returns* saham, *unexpected earning* dan *cash flow operasional*. Nilai *AERC* perusahaan dalam rentang penelitian hanya ada satu untuk setiap perusahaan (*Time series model*).

Berikut adalah langkah-langkah yang dilakukan untuk menghitung dan menentukan besaran nilai *AERC*. Perhitungan *AERC* dilakukan dengan tahap:

#### 1). Menghitung variabel *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Untuk menghitung *Cumulative Abnormal Return (CAR)* dengan rumus: Collin dan Kothari (1989)

$$CAR_{(-5,+5)} = AR_t$$

Penjelasan rumus:

$CAR_{(-5,+5)}$  :

*abnormal return* kumulatif perusahaan selama periode pengamatan kurang lebih 5 hari dari tanggal publikasi laporan keuangan. (5 hari sebelum, 1 hari tanggal publikasi dan 5 hari setelah tanggal penyerahan laporan keuangan)

$AR_t$  :

*abnormal return* perusahaan pada hari t

Dalam penelitian ini *abnormal return* dihitung menggunakan model sesuaian pasar (*market adjusted model*), yang menjelaskan bahwa estimasi *return* sekuritas terbaik *return* pasar saat itu.

*Abnormal return* diperoleh dari: Collin dan Kothari (1989)

$$AR_t = R_t - R_{m,t}$$

Penjelasan rumus:

$AR_t$  = *abnormal return* perusahaan pada periode ke- t

$R_t$  = *Return* perusahaan pada periode ke-t

$R_{m,t}$  = *return* pasar pada periode ke-t

Untuk memperoleh data *abnormal return*, terlebih dahulu harus mencari *Returns* saham harian dan *Returns* pasar harian.

*Returns* saham harian dihitung dengan rumus : Collin dan Kothari (1989)

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

Penjelasan rumus:

$R_t$  = *returns* saham perusahaan pada hari t

$P_t$  = harga penutupan saham perusahaan pada hari t

$P_{t-1}$  = harga penutupan saham perusahaan pada pada hari t-1.

*Returns* pasar harian dihitung sebagai berikut: Collin dan Kothari (1989)

$$R_{m,t} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

Penjelasan rumus:

$Rm_t$  = *returns* pasar harian

$IHSG_t$  = indeks harga saham gabungan pada hari t

$IHSG_{t-1}$  = indeks harga saham gabungan pada hari t-1.

2) Menghitung *Unexpected Earnings*

*Unexpected Earnings* sebagai variabel eksogen yang diperhitungkan dengan model *random walk*. *Unexpected Earnings (UX)* diartikan sebagai selisih laba akuntansi yang direalisasi dengan laba akuntansi yang diharapkan oleh pasar. *Unexpected Earning (UX)* jika dihitung dengan memakai EPS dengan pendekatan *time series*: Collin dan Kothari (1989)

$$UX_t = \frac{(EPS_t - EPS_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Penjelasan rumus:

$UX_t$  : *unexpected earnings* perusahaan pada periode t

$EPS_t$  : *earnings per share* perusahaan pada periode t

$P_{t-1}$  : harga saham perusahaan pada periode t-1

3) Menentukan nilai *Cash Flow Operasional*

Arus Kas dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan kas yang dapat digunakan untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar. Sehingga arus kas aktivitas operasi dapat menjadi sinyal bagi investor mengenai kondisi perusahaan. Arus Kas Operasi (*operating activities*) meliputi kas yang dihasilkan dan dikeluarkan yang masuk dalam determinasi penentuan laba bersih. Arus Kas yang berasal dari (digunakan untuk) aktivitas operasi meliputi arus kas yang timbul karena adanya pengiriman atau produksi barang

untuk dijual dan penyediaan jasa, serta pengaruh transaksi dan peristiwa. Arus Kas Operasi meliputi pertumbuhan arus kas operasi yang dihasilkan dari (digunakan) dalam kegiatan operasional perusahaan.

$CFO$  = Logaritma natural *cashflow* operasional

4) Menentukan nilai *Accounting Earnings Response Coefficient* ( $AERC$ )

Selanjutnya  $AERC$  akan dihitung dari *slope*  $b_1$  pada hubungan  $CAR$ ,  $UX$  dan  $CFO$  dengan persamaan:

$$CAR_{it} = b_0 + b_1 UX_{it} + b_2 CFO_t + \varepsilon_t$$

Dalam hal ini:

$CAR_t$  = *abnormal return* kumulatif perusahaan selama perioda pengamatan  $\pm 5$  hari dari publikasi laporan keuangan

$UX_t$  = *unexpected earnings*

$CFO$  = *Cash Flow* Operasional

$b_0$  = konstanta

$b_1$  = nilai  $AERC$

$\varepsilon_t$  = komponen *error* dalam model atas perusahaan pada perioda  $t$ .

Nilai  $b_1$  untuk tiap-tiap sampel merupakan nilai  $AERC$  perusahaan dalam rentang penelitian dan berbeda untuk setiap perusahaan (*Time series model*)

b. *Voluntary Disclosure*

*Voluntary disclosure* merupakan pengungkapan sukarela yang dilakukan oleh perusahaan publik untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang sebagai tambahan pengungkapan minimum yang ditetapkan tanpa diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Luas pengungkapan sukarela diukur dengan menggunakan instrumen *disclosure index* yang dikembangkan dari



(Gary K Meek, 1995), Botosan (1997), Gunawan (2001), (Haryanto & Yunita, 2008) (Al-Janadi dkk., 2012) dan sudah dimodifikasi berdasarkan item-item yang harus diungkapkan pada laporan keuangan perusahaan berdasarkan Lampiran Surat Edaran SE OJK Nomor: 30/SEOJK.04/2016. Daftar item pengungkapan terdiri atas empat bagian yaitu latar belakang perusahaan, informasi nonkeuangan, informasi tentang masa depan perusahaan dan analisis dan pembahasan umum oleh manajemen dengan masing-masing bagian memiliki komponen tersendiri.

Tolak ukur yang digunakan dalam pemberian skor pada setiap item yaitu nol sampai dengan tiga adalah kelengkapan informasi yang diberikan. Skor 1 (satu) akan diberikan terhadap pengungkapan informasi sekilas (tanpa adanya data kuantitatif pendukung) dan skor 2 (dua) untuk pemberian informasi yang lebih terinci disertai dengan gambar, tabel, diagram serta skor 3 (tiga) untuk perusahaan yang memberikan informasi yang lebih terinci disertai dengan gambar, tabel, diagram dilengkapi dengan penjelasan data kuantitatif yang mendukung (Al-Janadi dkk., 2012).

*Voluntary disclosure* dihitung dengan dua tahap, yaitu:

1. Mengembangkan daftar item pengungkapan sukarela
2. Mengukur skor pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan dikembangkan berdasarkan item pengungkapan.

Daftar item yang dikembangkan tersebut kemudian digunakan untuk mengukur skor pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan perusahaan sampel, dengan cara :

1. Memberikan skor untuk setiap pengungkapan, yaitu skor 1 bagi pengungkapan informasi sekilas, skor 2 untuk pemberian informasi yang lebih terinci dan maksimum 3 bagi perusahaan yang memberikan informasi dengan penjelasan data kuantitatif yang mendukung, untuk

memperoleh skor pengungkapan maksimum (Al-Janadi dkk., 2012), (Gunawan, 2001).

2. Skor yang diperoleh setiap perusahaan dijumlahkan untuk mendapatkan skor total pengungkapan (Gary K Meek, 1995)
3. Menghitung indeks pengungkapan (IDX) dengan cara membagi skor total pengungkapan dengan skor pengungkapan maksimum (Gary K Meek, 1995)

$$IDX = \frac{\text{Skor total pengungkapan}}{\text{Skor pengungkapan maksimum}}$$

### 3. Asimetri informasi

Asimetri Informasi merupakan suatu keadaan dimana *agen* (pihak manajemen) mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dan prospek dimasa mendatang dibandingkan dengan *principal* (pemegang saham). Ukuran pengamatan atas likuiditas pasar dapat digunakan untuk mengidentifikasi tingkat penerimaan asimetri informasi yang dihadapi partisipan dalam pasar modal. *Bid-ask spreads* adalah salah satu pengukuran yang telah digunakan secara luas dalam penelitian terdahulu sebagai pengukur asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham perusahaan. *Bid-ask spread* pasar, yaitu selisih antara harga penawaran jual terendah (*lowest ask*) atau biasa disebut sebagai *offer price* dengan harga permintaan beli tertinggi (*highest bid*) atau biasa disebut sebagai *bid price* untuk saham tertentu terhadap rata-rata *offer price* dan *bid price*. *Offer price* dan *Bid price* yang digunakan adalah *offer price* dan *bid price* penutupan di bursa. *Spread* yang digunakan adalah rata-rata *spread* selama 5 (lima) hari sebelum dan 5 (lima) hari setelah tanggal pelaporan.

Nilai *Spread* diperoleh dengan menggunakan rumus: (Copeland dan Galai, 1983)

$$Spread = \frac{(Ask - Bid)}{\frac{1}{2}(Ask + Bid)}$$

4. Karakteristik perusahaan

a. *Leverage (DER)*

*Leverage* merupakan rasio hutang terhadap ekuitas perusahaan yang dihitung dengan membandingkan total *debt* dengan total modal / *equity*.

*Leverage* perusahaan dihitung dengan membandingkan total *debt* dengan total modal / *equity* (Kasmir, 2015:159):

$$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$$

b. *Size*

*Size* didefinisikan sebagai besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan menggunakan total aktiva (*asset*) perusahaan. Proses pengukurannya adalah dengan melogaritmanaturalkan total aktiva dari perusahaan (Werner: 2013)

$$Size = \text{Log natural (Ln) Total Asset}$$

c. *Growth*

*Growth* atau peluang pertumbuhan merupakan peluang pertumbuhan laba suatu perusahaan di masa depan. Pertumbuhan laba diukur dengan rasio harga pasar saham terhadap nilai buku ekuitas, yaitu dengan menggunakan rasio *market value of equity value to book value* untuk mengukur peluang pertumbuhan pada masing-masing perusahaan.

*Growth* diukur dengan menggunakan rasio *market value of equity value to book value* untuk mengukur peluang pertumbuhan perusahaan (Kasmir, 2015:159):

$$MBV = \frac{\text{lembar saham beredar} \times \text{Closing price}}{BV}$$

d. *Profitabilitas*

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimiliki dengan modal sendiri. Profitabilitas salah satunya diukur dengan menggunakan *return on equity* (ROE) yaitu rasio untuk menilai kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi pemegang saham yang dihitung dengan perbandingan antara jumlah laba yang tersedia dibandingkan dengan jumlah modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham (*equity*) atau dengan kata lain ROE mengukur tingkat keuntungan perusahaan dalam mengelola modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham. *Return on equity* merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun saham preferan) atas modal yang mereka investasikan didalam perusahaan, secara umum tentu saja semakin tinggi return atau penghasilan yang diperoleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan.

Rumus yang digunakan untuk menghitung *return on equity* (ROE) (Kasmir 2015:204)

$$ROE = \frac{\text{Earnings after Tax}}{\text{Total Equity}}$$

5. *Corporate governance*

a. Komite Audit

Komite audit merupakan komite yang dibentuk oleh dewan komisaris perusahaan tercatat, untuk membantu dewan komisaris perusahaan tercatat guna melakukan pemeriksaan atau penelitian yang dianggap perlu terhadap pelaksanaan fungsi direksi dalam pengelolaan perusahaan. Komite audit

pada penelitian ini diukur dengan menghitung jumlah dari komite audit suatu perusahaan pada periode pengamatan.

b. Komisaris Independen

Komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang bukan merupakan pegawai, atau seseorang yang berurusan langsung dengan organisasi tersebut, dan tidak mewakili pemegang saham. Pada penelitian ini komisaris independen merupakan jumlah dari komisaris independen suatu perusahaan pada periode pengamatan dibagi total dewan komisaris.

c. Kualitas Audit

Kualitas audit diartikan sebagai bagus tidaknya suatu pemeriksaan yang telah dilakukan oleh auditor berdasarkan standar pengauditan yang mencakup mutu professional, auditor independen, pertimbangan (*judgement*) yang digunakan dalam pelaksanaan audit dan penyusunan laporan audit.

Ada dua hasil audit yang dapat diobservasi yaitu: laporan audit dan laporan keuangan. Ukuran yang dapat diobservasi dalam laporan audit adalah kecenderungan auditor untuk mengeluarkan opini *going concern* ketika perusahaan bangkrut, sedangkan ukuran yang dapat diobservasi dalam laporan keuangan adalah kualitas laba (*earnings surprise benchmark*). Model *earnings surprise benchmark* (Carey dan Simnett, 2006) untuk mengukur kualitas audit digunakan karena kualitas audit memiliki relevansi yang kuat dengan tingkat laba. Proksi ini menilai kualitas audit lebih pada kualitas laba yang dilaporkan. *Earnings surprise benchmark* menunjukkan bahwa laporan keuangan yang berkualitas menghasilkan informasi laba yang juga berkualitas tinggi, selain juga verifikasi yang dilakukan oleh auditor juga mencerminkan kualitas audit.

Penelitian ini menggunakan *earnings surprise benchmark* (Carey dan Simnett, 2006) untuk mengukur kualitas audit dengan cara:

- 1) Menentukan nilai *earnings surprise* dengan rumus ROA, yaitu

$$ROA = \frac{Earnings}{Total\ Aset}$$

- 2) Menentukan *benchmark* yaitu

$$\mu - \sigma \leq ROA \leq \mu + \sigma$$

$\mu$  adalah rata-rata ROA seluruh perusahaan sampel dan  $\sigma$  adalah standar deviasi ROA seluruh perusahaan sampel.

Menentukan dummy, yaitu:

- a) 1 Jika ketika memenuhi kriteria  $\mu - \sigma \leq ROA \leq \mu + \sigma$ , menunjukkan kualitas audit yang tinggi.
- b) 0 jika untuk  $ROA \geq \mu + \sigma$  di mana manajemen melakukan praktik "*windows dressing*" atau  $ROA \leq \mu - \sigma$  di mana manajemen melakukan praktik "*taking a bath*", yang menunjukkan kualitas audit yang rendah.

## **D. Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis**

### **1. Metode Analisis Data**

Metode analisis data merupakan metode yang dilakukan oleh peneliti dalam menganalisis data. Data-data skunder selanjutnya akan dilakukan perhitungan nilai masing-masing variabel penelitian sesuai dengan operasional variabel. Selanjutnya data-data yang diperoleh melalui melalui perhitungan dengan rumus ataupun pengambilan data pada data skunder selanjutnya akan ditabulasikan dengan menggunakan bantuan Microsoft excel dan alat uji statistic SPSS untuk mengamati statistik deskriptif masing-masing variable.

Metode analisis data dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan model persamaan struktural (SEM) dengan *Partial Least Square (PLS)*. Alasan menggunakan SEM PLS karena penelitian ini

hanya menggunakan model analisis jalur satu arah (*path analysis recursif*) dan skala pengukuran variabel pada penelitian ini menggunakan skala rasio dan skala dummy (pada salah satu variabel *manifest*). SEM PLS memberi kelonggaran kepada peneliti untuk menggunakan skala pengukuran selain rasio dimana hal ini tidak bisa dilakukan pada SEM berbasis kovarian. Sebelum melakukan analisis terlebih dahulu harus diperhatikan asumsi-asumsi yang ditetapkan.

Di dalam penggunaan sebuah alat uji statistik terlebih dahulu harus dipenuhi beberapa asumsi, pada SEM PLS asumsi-asumsi yang harus dipenuhi diantaranya adalah (Hair *dkk*, 2014:16-17):

- a. Asumsi utama dalam menggunakan PLS adalah tidak mengharuskan mengikuti asumsi normalitas sehingga memungkinkan untuk menggunakan data yang tidak berdistribusi normal
- b. Dapat menggunakan sampel ukuran kecil, dengan persyaratan minimum adalah 10 kali dari besarnya indikator formatif yang digunakan untuk mengukur 1 variabel laten
- c. Tidak mengharuskan randomisasi sampel dengan demikian dapat menggunakan sampel dengan pendekatan non probabilitas dapat digunakan pada PLS
- d. Memperbolehkan indikator formatif dalam mengukur variabel laten selain indikator reflektif.
- e. Mengijinkan adanya variabel laten dikotomi
- f. PLS memberikan kelonggaran terhadap keharusan menggunakan skala pengukuran interval, sehingga dapat menggunakan skala selain interval
- g. Tidak mengharuskan distribusi residual harus kecil seperti pada regresi linier
- h. PLS sangat sesuai digunakan sebagai prosedur untuk mengembangkan teori pada tahap awal, hal ini berbeda dengan SEM kovarian yang menggunakan teori untuk dikonfirmasi dengan menggunakan data sampel

- i. PLS hanya mengijinkan model recursive saja, bukan model non recursive (timbang balik)

Di dalam PLS variabel laten bisa berupa hasil pencerminan indikatornya yang disebut indikator refleksif (*reflective indicator*) atau variabel yang dipengaruhi oleh indikatornya yang disebut indikator formatif (*indicator formative*). Adapun perbedaan kedua indikator tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Model refleksif dipandang secara matematis, indikator seolah-olah sebagai variabel yang dipengaruhi oleh variabel laten. Hal ini mengakibatkan bila terjadi perubahan dari satu indikator berakibat pada perubahan pada indikator lainnya dengan arah yang sama. Ciri-ciri model indikator reflektif adalah:
  - 1) Arah hubungan kausalitas dari konstruk ke indikator.
  - 2) Antar indikator diharapkan saling berkorelasi (memiliki *interval consistency reliability*).
  - 3) Menghilangkan satu indikator dari model pengukuran tidak akan merubah makna dan arti variabel laten.
  - 4) Menghitung adanya kesalahan pengukuran pada tingkat indikator.
- b. Model formatif dipandang secara matematis, indikator seolah-olah sebagai variabel yang mempengaruhi variabel laten, jika salah satu indikator meningkat, tidak harus diikuti oleh peningkatan indikator lainnya dalam satu konstruk, tapi jelas meningkatkan variabel latennya. Ciri-ciri model indikator formatif adalah:
  - 1) Arah hubungan kausalitas seolah-olah dari indikator ke variabel laten.
  - 2) Antar indikator diasumsikan tidak berkorelasi.
  - 3) Menghilangkan satu indikator berakibat merubah makna variabel.



- 4) Menghitung adanya kesalahan pengukuran (error) pada tingkat variabel.

Secara keseluruhan terdapat tiga komponen di dalam hubungan antar variabel pada SEM PLS, yaitu:

- a. *Iner model*, yang menspesifikasi hubungan antar variabel laten (*structural model*)
- b. *Outer model*, yang menspesifikasi hubungan antara variabel laten dengan indikatornya atau manifestnya (*measurement model*)
- c. *Weight relation* (skema pembobotan), dalam hal ini nilai dari variabel laten dapat diestimasi

Adapun langkah-langkah metode SEM PLS dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Merancang model pengukuran

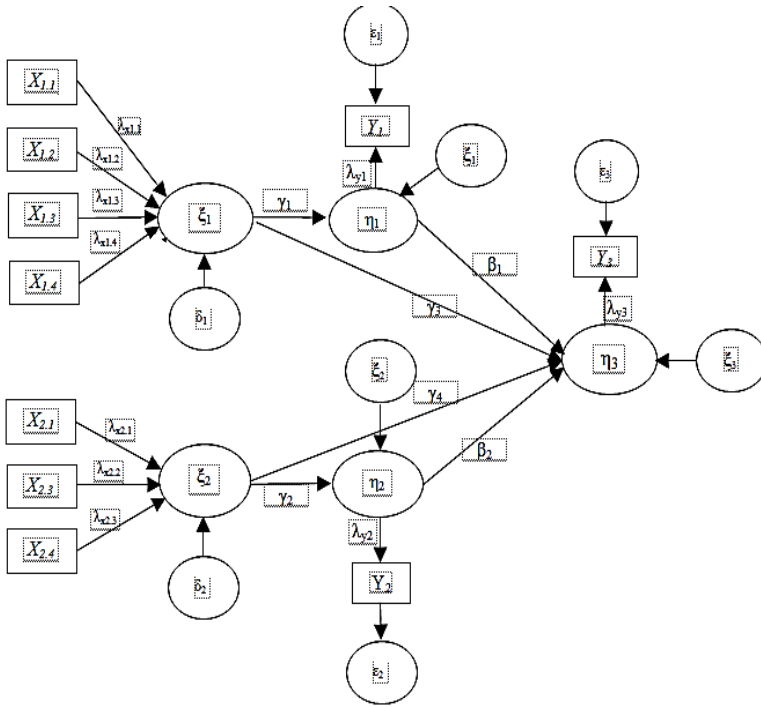
Model pengukuran (*outer model*) adalah model yang menghubungkan variabel laten dengan variabel manifestnya. Penelitian ini pada variabel laten karakteristik perusahaan terdiri dari empat variabel manifest yaitu *leverage*, *size*, *growth*, dan *profitabilitas* serta *corporate governance* terdiri dari tiga variabel manifest, yaitu komite independen, komite audit dan kualitas audit. Penelitian ini menggunakan model formatif dengan alasan tidak ada korelasi antar indikator pada variabel laten eksogen, baik pada karakteristik perusahaan maupun pada *corporate governance*.

2. Merancang Model struktural

Model Struktural (*inner model*) pada penelitian ini terdiri dari dua variabel laten eksogen (karakteristik perusahaan dan *corporate governance*) dan tiga variabel laten endogen (*voluntary disclosure*, *asimetri informasi* dan *AERC*). *Inner model* menggambarkan hubungan antara variabel laten berdasarkan pada *substantive theory*.

### 3. Membangun diagram jalur

Secara lengkap model struktural pada penelitian ini dapat lihat pada Gambar 3.1 di bawah ini:



**Gambar 3 1 Model struktural dengan menggunakan PLS**

Sumber: Perancangan Model Struktural menggunakan PLS oleh peneliti (2018)

Keterangan simbol pada gambar:

$\xi_1$	Karakteristik Perusahaan	<i>Latent Exogenous</i>
$\xi_2$	Corporate Governance	<i>Latent Exogenous</i>
$\eta_1$	Voluntary Disclosure	<i>Latent Endogenous</i>
$\eta_2$	Asimetri informasi	<i>Latent Endogenous</i>

$\eta_3$	Accounting Earnings Response Coefficient (AERC)	<i>Latent Endogenous</i>
$x_{1,1}$	<i>Leverage</i>	<i>Manifest Exogenous</i>
$x_{1,2}$	<i>Size</i>	<i>Manifest Exogenous</i>
$x_{1,3}$	<i>Growth</i>	<i>Manifest Exogenous</i>
$x_{1,4}$	<i>Profitabilitas</i>	<i>Manifest Exogenous</i>
$x_{2,1}$	Komisaris Independen	<i>Manifest Exogenous</i>
$x_{2,2}$	Komite Audit	<i>Manifest Exogenous</i>
$x_{1,1}$	Kualitas Audit	<i>Manifest Exogenous</i>
$Y_1$	Indek Kelengkapan Pengungkapan (IDX)	<i>Manifest Endogenous</i>
$Y_2$	<i>Bid ask Spread</i>	<i>Manifest Endogenous</i>
$Y_3$	<i>AERC</i>	<i>Manifest Endogenous</i>
$\Lambda_x$	<i>Lambda</i> (kecil)	Loading faktor variabel <i>Latent Exogenous</i>
$\Lambda_y$	<i>Lambda</i> (kecil)	Loading faktor variabel <i>Latent Endogenous</i>
$\lambda$	<i>Gamma</i> (kecil)	Koefisien pengaruh langsung antara variabel <i>Exogenous latent</i> dan variabel <i>Endogenous latent</i>
$\beta$	<i>Beta</i> (kecil)	Koefisien pengaruh variabel <i>Endogenous</i> terhadap variabel <i>Endogenous</i>
$\zeta$	<i>Zeta</i> (kecil)	<i>Galat model</i>
$\delta$	<i>Delta</i> (kecil)	<i>Measurement error Exogenous latent</i>
$\xi$	<i>Epsilon</i> (kecil)	<i>Measurement error Endogenous latent</i>

Hubungan antar variabel pada diagram alur dapat membantu dalam menggambarkan rangkaian hubungan sebab akibat antar konstruk dari model teoritis yang telah dibangun pada tahap pertama. Diagram alur menggambarkan hubungan antar konstruk dengan anak panah yang digambarkan lurus menunjukkan hubungan kausal langsung dari suatu konstruk ke konstruk lainnya. Konstruk eksogen dikenal dengan independent variabel yang tidak diprediksi oleh variabel yang lain. Konstruk eksogen adalah konstruk yang dituju oleh garis dengan satu ujung panah.

#### 4. Menjabarkan diagram jalur dalam persamaan matematis

Berdasarkan konsep model penelitian pada tahap dua, selanjutnya dapat diformulasikan dalam bentuk persamaan matematis. Persamaan yang dibangun dari diagram alur yang konversi terdiri atas:

- a) Persamaan *outer model* (model pengukuran), menyatakan hubungan kausalitas antara indikator dengan variabel penelitian (*latent*).
- b) Persamaan *inner model*, menyatakan hubungan kausalitas untuk menguji hipotesis.

Persamaan dalam penelitian ini sebagaimana dijelaskan pada diagram jalur adalah sebagai berikut:

##### a. Persamaan model pengukuran (*outer model*)

- 1) Variabel laten eksogen 1; Formatif (Karateristik Perusahaan)

$$\xi_1 = \lambda_{x1.1} x_{1.1} + \lambda_{x1.2} x_{1.2} + \lambda_{x1.3} x_{1.3} + \lambda_{x1.4} x_{1.4} + \delta_1$$

- 2) Variabel laten eksogen 2; Formatif (*Corporate Governance*)

$$\xi_2 = \lambda_{x2.1} x_{2.1} + \lambda_{x2.2} x_{2.2} + \lambda_{x2.3} x_{2.3} + \delta_2$$

##### b. Persamaan inner model (struktural model)

- 1) Variabel endogen 1 (*Voluntary Disclousure*)

$$\eta_1 = \gamma_1 \xi_1 + \zeta_1$$

2) Variabel endogen 2 (Asimetry Informasi)

$$\eta_2 = \gamma_2 \xi_2 + \zeta_2$$

3) Variabel endogen 3 (AERC)

$$\eta_3 = \beta_1 \eta_1 + \beta_2 \eta_2 + \gamma_3 \xi_1 + \gamma_4 \xi_2 + \zeta_3$$

## 5. Estimasi

Pada tahap ini nilai  $\gamma$  dan  $\lambda$  yang terdapat pada langkah keempat diestimasi menggunakan program PLS. Dasar yang digunakan dalam melakukan estimasi adalah *resampling* dengan *Bootstrapping*. Tahap pertama dalam estimasi menghasilkan penduga bobot (*weight estimate*), tahap kedua menghasilkan estimasi untuk *inner model* dan *outer model*, sedangkan tahap ketiga menghasilkan estimasi *means* dan *konstanta*.

## 6. Uji kecocokan model

Uji kecocokan model pada structural equation modeling melalui pendekatan partial least square terdiri dari dua jenis, yaitu uji kecocokan model pengukuran dan uji kecocokkan model struktural.

### a. Uji Kecocokan Model Pengukuran (*Outer Model*)

Uji kecocokan model pengukuran (*fit test of measurement model*) adalah uji kecocokan pada *outer model* dengan melihat validitas konvergen (*convergent validity*) dan validitas diskriminan (*discriminant validity*).

1) Validitas konvergen (*convergent validity*) adalah nilai faktor *loading* pada laten dengan indikator-indikatornya. Faktor *loading* adalah koefisien jalur yang menghubungkan antara variabel laten dengan indikatornya. Validitas konvergen (*convergent validity*) dievaluasi dalam tiga tahap, yaitu:

a) Indikator validitas: dilihat dari nilai faktor *loading* dan *t-statistic*. Indikator per konstruk pada penelitian ini tidak lebih dari 7 indikator, sehingga nilai faktor loading 0,5

sampai 0,6 dianggap cukup. Dengan nilai *t-statistic* = 1,96 menunjukkan bahwa indikator tersebut sah.

- b) Reliabilitas konstruk: dilihat dari nilai *output Composite Reliability* (CR). Kriteria dikatakan reliabel adalah nilai CR lebih besar dari 0,7
  - c) Nilai *Average Variance Extracted* (AVE): nilai AVE yang diharapkan adalah lebih besar dari 0,5
- 2) Validitas diskriminan (*discriminant validity*) dilakukan dalam dua tahap, yaitu dengan melihat nilai *cross loading factor* dan membandingkan AVE dengan korelasi antar konstruk/variabel laten. *Cross loading factor* untuk mengetahui apakah variabel laten memiliki diskriminan yang memadai yaitu dengan membandingkan korelasi indikator dengan variabel latennya harus lebih besar dibandingkan korelasi antara indikator dengan variabel laten yang lain. Jika korelasi indikator dengan variabel latennya memiliki nilai lebih tinggi dibandingkan dengan korelasi indikator tersebut terhadap variabel laten lain, maka dikatakan variabel laten tersebut memiliki validitas diskriminan yang tinggi. Nilai AVE direkomendasikan = 0,5.

b. Uji Kecocokan Model Struktural (*Inner Model*)

Uji kecocokan model struktural (*fit test of structural model*) adalah uji kecocokan pada *inner model* berkaitan dengan pengujian hubungan antar variabel yang sebelumnya dihipotesiskan. Evaluasi menghasilkan hasil yang baik apabila:

- 1) Koefisien korelasi menunjukkan hubungan (korelasi) antara dua buah variabel, dimana nilai koefisien korelasi menunjukkan arah dan kuat hubungan antara dua variabel. Jika  $r = 0$ , berarti hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat tidak ada hubungan. Artinya, jika salah satu variabel berubah maka tidak mempengaruhi variabel lainnya. Jika  $r = -1$  atau  $1$ , artinya antara

variabel bebas dan variabel terikat terdapat hubungan negatif/positif yang kuat.

- 2) Koefisien hubungan antar variabel tersebut signifikan secara statistik yaitu dengan nilai t-statistik  $\geq 1,645$ . Taraf nyata atau taraf keberartian ( $\alpha$ ) dalam penelitian ini adalah 0,05 dimana di dalam tabel distribusi normal nilainya adalah 1,645. Apabila nilai t-statistic  $\geq 1,645$  berarti ada suatu hubungan atau pengaruh antar variabel dan menunjukkan bahwa model yang dihasilkan semakin baik.
- c. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$  atau R square) mendekati nilai 1. Nilai  $R^2$  menjelaskan seberapa besar variabel eksogen yang dihipotesiskan dalam persamaan mampu menerangkan variabel endogen. Nilai  $R^2$  ini dalam PLS disebut juga *Q square predictive relevance*. Besarnya  $R^2$  tidak pernah negatif dan paling besar samadengan satu ( $0 \leq R^2 \leq 1$ ). Semakin besar nilai  $R^2$ , berarti semakin baik model yang dihasilkan.

## 2. Pengujian Hipotesis

Terdapat enam pengajuan hipotesis pada penelitian ini. Keseluruhan hipotesis ini diuji dengan statistik uji t dengan ketentuan hipotesis diterima jika  $t_{hitung}$  lebih kecil dari 1,645 (untuk nilai kritis  $\alpha=0,05$ ). Pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini selanjutnya diuraikan sebagai berikut:

### 1. Hipotesis 1

Hipotesis satu adalah karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *voluntary disclosure*. Persamaan model strukturalnya adalah:

$$\eta_1 = \gamma_1 \xi_1 + \zeta_1$$

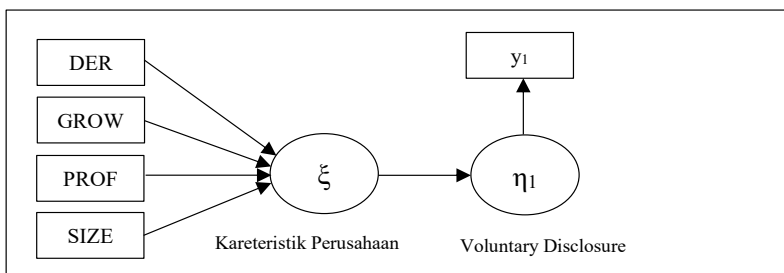
Untuk menguji hipotesis pertama dilakukan melalui pengujian hipotesis sebagai berikut:

$H_0: \gamma = 0$ , Pengaruh  $\xi_1$  terhadap  $\varepsilon$  tidak signifikan

$H_1: \gamma \neq 0$ , Pengaruh  $\xi_1$  terhadap  $\varepsilon$  signifikan

Pengujian dilakukan dengan *t-test*, tingkat penerimaan signifikansi adalah pada rentang *p-value*  $\leq 0,05$ .

Model struktural yang diuji digambarkan pada Gambar 3.2 berikut:



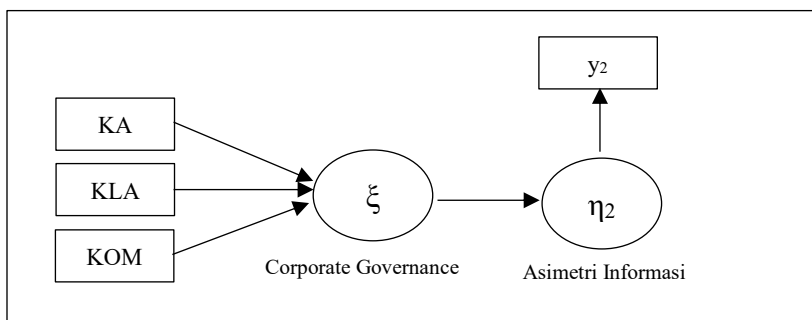
**Gambar 3 2 Model Struktural pengujian Hipotesis 1**

## 2. Hipotesis 2

Hipotesis dua adalah *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap asimetri informasi. Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut:

$$\eta_2 = \gamma_2 \xi_2 + \zeta_2$$

Model struktural yang diuji digambarkan pada gambar 3.3 berikut:



**Gambar 3.3 Model Struktural pengujian Hipotesis 2**



Hipotesis kedua diuji dengan melakukan pengujian hipotesis sebagai berikut:

$H_0: \gamma = 0$ , Pengaruh  $\xi_2$  terhadap  $\varepsilon$  tidak signifikan

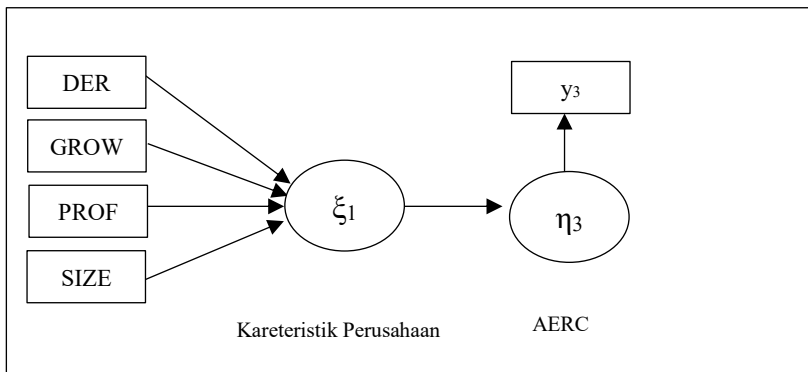
$H_1: \gamma \neq 0$ , Pengaruh  $\xi_2$  terhadap  $\varepsilon$  signifikan

Pengujian dilakukan dengan *t-test*, tingkat penerimaan signifikansi adalah pada rentang  $p\text{-value} \leq 0,05$ .

### 3. Hipotesis 3

Hipotesis tiga adalah karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient*. Persamaan model strukturalnya adalah:  $\eta_3 = \gamma_2 \xi_1 + \zeta_3$

Model struktural yang akan diuji digambarkan sebagaimana pada gambar 3.4 berikut:



**Gambar 3.4 Model Struktural pengujian Hipotesis 3**

Untuk menguji hipotesis ketiga dilakukan melalui pengujian hipotesis sebagai berikut:

$H_0: \gamma = 0$ , Pengaruh  $\xi_3$  terhadap  $\varepsilon$  tidak signifikan

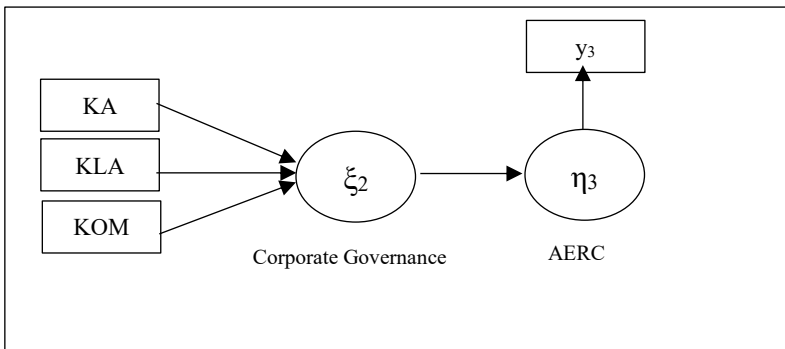
$H_1: \gamma \neq 0$ , Pengaruh  $\xi_3$  terhadap  $\varepsilon$  signifikan

Pengujian dilakukan dengan *t-test*, tingkat penerimaan signifikansi adalah adalah pada rentang  $p\text{-value} \leq 0,05$ .

#### 4. Hipotesis 4

Hipotesis empat adalah *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefficient*. Persamaan model strukturalnya adalah:  $\eta_3 = \gamma_3 \xi_2 + \zeta_3$

Model struktural yang akan diuji digambarkan pada gambar 3.5 berikut:



**Gambar 3.5 Model Struktural pengujian Hipotesis 4**

Untuk menguji hipotesis keempat dilakukan melalui uji hipotesis sebagai berikut:

$H_0: \gamma = 0$ , Pengaruh  $\xi_2$  terhadap  $\varepsilon$  tidak signifikan

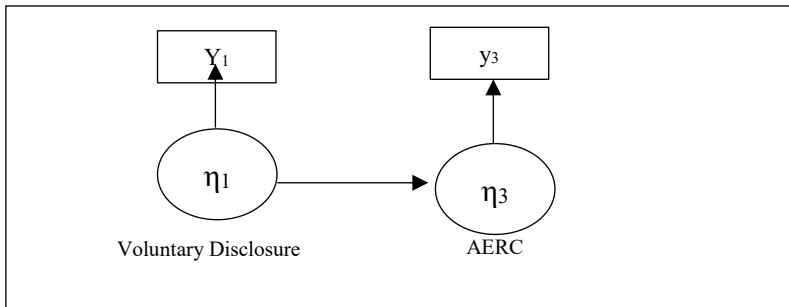
$H_1: \gamma \neq 0$ , Pengaruh  $\xi_2$  terhadap  $\varepsilon$  signifikan

Pengujian dilakukan dengan *t-test*, tingkat penerimaan signifikansi adalah adalah pada rentang  $p\text{-value} \leq 0,05$ .

## 5. Hipotesis 5

Hipotesis lima adalah *Voluntary disclosure* berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefisient*. Persamaan model strukturalnya adalah:  $\eta_3 = \beta_1\eta_1 + \zeta_3$

Model struktural yang akan diuji digambarkan sebagaimana pada gambar 3.6 berikut:



**Gambar 3.6 Model Struktural pengujian Hipotesis 5**

Untuk menguji hipotesis kelima dilakukan melalui uji hipotesis sebagai berikut:

H0:  $\beta = 0$ , Pengaruh  $\xi_3$  terhadap  $\epsilon$  tidak signifikan

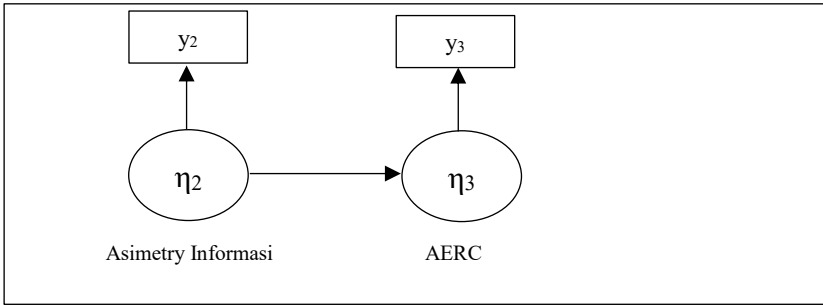
H1:  $\beta \neq 0$ , Pengaruh  $\xi_3$  terhadap  $\epsilon$  signifikan

Pengujian dilakukan dengan *t-test*, tingkat penerimaan signifikansi adalah adalah pada rentang  $p\text{-value} \leq 0,05$ .

## 6. Hipotesis 6

Hipotesis enam adalah asimetri informasi berpengaruh signifikan terhadap *Accounting Earnings Response Coefisient*. Persamaan model strukturalnya adalah:  $\eta_3 = \beta_2\eta_2 + \zeta_3$

Model struktural yang akan diuji digambarkan sebagaimana pada gambar 3.7



**Gambar 3.7 Model Struktural pengujian Hipotesis 6**

Untuk menguji hipotesis keenam dilakukan melalui pengujian hipotesis sebagai berikut:

- $H_0: \beta = 0$ , Pengaruh  $\xi_3$  terhadap  $\varepsilon$  tidak signifikan
- $H_1: \beta \neq 0$ , Pengaruh  $\xi_3$  terhadap  $\varepsilon$  signifikan

Pengujian dilakukan dengan *t-test*, tingkat penerimaan signifikansi adalah pada rentang *p-value*  $\leq 0,05$ .

Model persamaan struktural yang menggambarkan pengaruh karakteristik perusahaan dan *corporate governance* terhadap *AERC* adalah sebagai berikut:

- a) Persamaan model pengukuran variabel laten eksogen Karakteristik Perusahaan:

$$DER = \lambda_1 KP + \delta_1$$

$$Size = \lambda_2 KP + \delta_2$$

$$Grow = \lambda_3 KP + \delta_3$$

$$Prof = \lambda_4 KP + \delta_4$$

- b) Persamaan model pengukuran variabel laten eksogen *Corporate Governance*:

$$KA = \lambda_5 CG + \delta_5$$

$$KLA = \lambda_6 CG + \delta_6$$

$$KOM = \lambda_7 CG + \delta_7$$

- c) Persamaan model pengukuran variabel endogen *Voluntary disclosure*:

$$VD = \gamma_1 KP + \varepsilon_8$$

- d) Persamaan model pengukuran variabel endogen Asimetri informasi:

$$AI = \gamma_2 CG + \varepsilon_9$$

- e) Persamaan model pengukuran variable endogen AERC:

$$AERC = \beta_1 VD + \beta_2 AI + \varepsilon_{10}$$

## DAFTAR PUSTAKA

- A.M. Al-Baidhani, A. Abdullah, M. Ariff, F.F. Cheng, Y. K. (2017). Review Of Earnings Response Coefficient Studies. *Corporate Ownership & Control*, 14(3), 299–308. <https://doi.org/10.22495/cocv14i3c2a>
- Abdullah, M.W. (2017). Kemampuan AkruaL Dan Arus Kas Memprediksi Harga Saham Melalui Persistensi Laba. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 15(3), 352. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2011.v15.i3.2299>
- Adhariani, D. (2005). Tingkat Keluasan Pengungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan Dan Hubungannya Dengan Current Earnings Response Coefficient (ERC). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2(1), 24–57. <https://doi.org/10.21002/jaki.2005.02>
- Ahmed, S. (2006). Measuring Quality of Earnings Response to Corporate Governance Reforms in Russia. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.868475>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for Lemons: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84.
- Alsaeed, Khalid. (2005). The Association Between Firm-Specific Characteristics and Disclosure: The Case of Saudi Arabia. *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge. Vol.7, Num.1
- Al-Janadi, Y., Rahman, R. A., & Omar, N. H. (2012). The Level of Voluntary Disclosure Practices Among Public Listed Companies in

- Saudi Arabia and the UAE: Using a Modified Voluntary Disclosure Index. *International Journal of Disclosure and Governance*, 9(2), 181–201.
- An, Y. (2015). *Earnings Response Coefficients and Default Risk : Case of Korean Firms*. 6(2), 67–71. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v6n2p67>
- Antonino, N. (2013). *Corporate Transparency : A Perspective from Thomas Aquinas ' Summa Theologiae*. 639–648. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1682-6>
- Arfan, M. (2008). *Pengaruh Ukuran, Pertumbuhan, Dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Koefisien Respon Laba Pada Emiten Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*. 1(1), 50–64.
- Augustine O. Okolie. (2014). Audit Quality and Earnings Response Coefficients of Quoted Companies in Nigeria. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 139–161.
- Babic, V., dan Janosevic, S. (2001). How to Improve the Process of Strategic Change Management in Transition Economy Enterprises. *In Strategic Management Society: 21st Annual International Conference, San Francisco, CA*.
- Baker, W. E., & Sinkula, J. M. (2009). The complementary effects of market orientation and entrepreneurial orientation on profitability in small businesses. *Journal of Small Business Management*, 47(4), 443–464.
- Ball, R., Robin, A., dan Sadka, G. (2007). Is Financial Reporting Shaped By Equity Markets Or Debt Markets? An International Study Of Timeliness And Conservatism. *Springer*, 13(2–3), 168–205. <https://doi.org/10.1007/s11142-008-9069-0>
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. (2016). Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 28–45. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.002>

- Ball, R., Kothari, S. P., & Nikolaev, V. V. (2013a). Econometrics of the basu asymmetric timeliness coefficient and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 1071–1097. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12026>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Nikolaev, V. V. (2013b). On estimating conditional conservatism. *Accounting Review*, 88(3), 755–787. <https://doi.org/10.2308/accr-50371>
- Ball, R., Kothari, S. P., Robin, A., & Ny, R. (1999). The Effect of International Institutional Factors On Properties of Accounting Earnings by. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51.
- Balsam, S., Krishnan, J. and Yang, J. . (2003). Auditor Industry Specialization and Earnings Quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), 71–97.
- Banker, R. D., Byzalov, D., & Chen, L. T. (2013). Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 111–127. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.08.003>
- Barus, A. C., & Setiawati, K. (2015). *Pengaruh Asimetri Informasi, Mekanisme Corporate Governance, Dan Beban Pajak*. 5.
- Basu, S. (2005). Discussion of “conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling.” *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 311–321. <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1533-5>
- Basu, S., Duong, T. X., Markov, S., & Tan, E. J. (2013). How Important are Earnings Announcements as an Information Source? *European Accounting Review*, 22(2), 221–256. <https://doi.org/10.1080/09638180.2013.782820>
- Beaver, W., Landsman, W., dan Owens, E. (2012). Asymmetry in Earnings Timeliness and Persistence : A Simultaneous Equations Approach. *Review of Accounting Studies*, 14(4), 781–806.



- Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3–28.
- Bedard, J. Chtourou, S dan Courteau, L. (2001). Corporate Governance And Earnings Management. *Auditing: Journal of Practice and Theory*, 23(2), 13–35.
- Benston, G. J., & Hagerman, R. L. (1974). Determinants Of Bid-Asked Spreads In The Over-The-Counter Market. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 353–364. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90014-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90014-2)
- Benardi, Meliana, Sutrisno, dan Prihat Assih, (2009). “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan dan Implikasinya terhadap Asimetri Informasi”. *Simposium Nasional Akuntansi 12*.
- Blume, M. E., dan Keim, D. B. (2014). The Changing Preferences of Institutional Investors for Common Stocks. *SSRN Electronic Journal*, 1–20.
- Bowen, R. M., & Venkatachalam, M. (2008). *Accounting Discretion , Corporate Governance , and Firm Performance*. 25(2), 351–405. <https://doi.org/10.1506/car.25.2.3>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., dan Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance 2nd*. Tata McGraw-Hill Education.
- Brigham, E.F. and Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice*. In *Cengage Learning*.
- Buana, R., & Wahyudin, A. (2016). The Roles of Profitability Moderating Corporate Governance on Earnings Quality. *Accounting Analysis Journal*, 5(3), 213–219. <https://doi.org/10.15294/aa.v5i3.11583>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). *Financial accounting information and corporate governance* (Vol. 32).

- Carey, P., & Simnett, R. (2006). Audit Partner Tenure and Audit Quality. *The Accounting Review*, 81(3), 653–676. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.653>
- Chaney, P. K., & Jeter, D. C. (1992). The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients. *Contemporary Accounting Research*, 8(2), 540–560. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1992.tb00860.x>
- Chatterjee, D. K. (2011). Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). In *Encyclopedia of Global Justice* (p. 785). Springer.
- Chen, Y.-S., dan Chang, K. . (2010). Analyzing the nonlinear effects of firm size, profitability, and employee productivity on patent citations of the US pharmaceutical companies by using artificial neural network. *Scientometrics*, 82(1), 75–82.
- Chenchuramaiah T. Bathala & Kenneth P. Moon & Ramesh P. Rao. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management, Financial Management Association*, 23(3).
- Chin, W.W. (1998). *The partial least squares approach to structural equation modeling*. In G. A. Marcoulides (Ed.). Lawrence Erlbaum Associates.
- Chiu, Mei Choi & Li, D. (2006). Asset and liability management under a continuous-time mean-variance optimization framework. *Insurance: Mathematics and Economics*, 39(3), 330–355.
- Cho, J. Y. dan K. J. (1991). Earnings Response Coefficients: A Synthesis of Theory and Empirical Evidence. *Journal of Accounting Literature*, 10, 85–116.
- Clarke, J. E., Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Corporate diversification and asymmetric information: evidence from stock market trading characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), 105–129. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00050-0](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00050-0)

- Clement, M., Frankel, R., dan Miller, J. (2000). The Effect of Confirming Management Earnings Forecasts on Cost of Capital. *SSRN Electronic Journal*, 1–20.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989a). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2–3), 143–181.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989b). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2–3), 143–181. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90004-9)
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457. <https://doi.org/10.2307/2327580>
- Damayanti, Diah Laras. (2016). Pengaruh Karakteristik Perusahaan pada Luas Pengungkapan Sukarela dan Implikasinya Terhadap Asimetri Informasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Volume 5, Nomor 2. ISSN: 2460-0585.
- Davidson, R. A., & Neu, D. (1993). A Note on the Association between Audit Firm Size and Audit Quality. *Contemporary Accounting Research*, 9(2), 479–488. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1993.tb00893.x>
- De Angelo, L. E. (1981). Auditor size and audit fees. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

- Dechow, P. M., & Ge, W. (2006). The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 253–296. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9004-1>
- Dhaliwal, D. S., Lee, K. J., & Fargher, N. L. (1991). The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 20–41. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1991.tb00832.x>
- Distante, R., Petrella, I., & Santoro, E. (2013). Asymmetry Reversals and the Business Cycle. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2281826>
- Donaldson, G. (2000). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Beard Books.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Erah, D. O., & Ibadin, L. A. (2017). Corporate attributes and earnings informativeness. *IJBFMR*, 5, 17–25.
- Eugene F. Fama. (1965). The Behavior Of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34–105.
- Eugster, F., & Wagner, A. F. (2017). Earning Investor Trust: The Role of Past Earnings Management. *ECGI – Finance Working Paper No. 530*.
- Evans, D. S. (1987). The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries. *Journal of Industrial Economics*, 35(4), 567–581.
- Fadah, I. (2017). Ownership Structure, Dividend Payment, Agency Cost and Corporate Value (Suatu Pengujian Model Struktural). *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 14(1), 39. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2010.v14.i1.2114>

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575. <https://doi.org/10.2307/2328565>
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance 1 The comments of Brad Barber. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283–306. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00026-9)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00080>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.011>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Farooq, O., Shehata, N. F., & Nathan, S. (2018). Earnings response coefficient in the MENA region. *Applied Economics Letters*, 25(16), 1147–1152. <https://doi.org/10.1080/13504851.2017.1403550>
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–731.
- Ferri, F., Zheng, R., & Zou, Y. (2018). Uncertainty About Managers' Reporting Objectives And Investors' Response To Earnings Reports: Evidence From The 2006 Executive Compensation Disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 66(2–3), 339–365. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.001>

- Fitriana, Noor Laila. 2014. FaktorFaktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Sukarela dalam Annual Report. *Diponegoro Journal of Accounting*. Volume 3, Nomor 3, Halaman 1-10. ISSN (Online): 2337-3806.
- Foster, L. T., & Jones, K. G. (1977). Applied Geography: An Educational Alternative. *The Professional Geographer*, 29(3), 300–304. <https://doi.org/10.1111/j.0033-0124.1977.00300.x>
- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? *The British Accounting Review*, 36(4), 345–368. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2004.09.003>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Fuad, R. A. (2011). Masalah Keagenan Aliran Kas Bebas , Manajemen Laba. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 15(2), 232–246.
- Gary K Meek, C. B. R. and S. J. G. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572. <https://doi.org/10.1057/jibs.8490186>
- George A. Akerlof. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71–100. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90044-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90044-3)
- Guidry, R. P., & Patten, D. M. (2012). Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. *Accounting Forum*, 36(2), 81–90. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2012.03.002>

- Gunawan, Yuniati, 2000. "Analisis Pengungkapan Informasi Laporan Tahunan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". Simposium Nasional Akuntansi III. 78-98.
- Hair, J. F., Hult, G. T., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2014). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling*. SAGE Publications Sage CA.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00112>
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693.x>
- Harry Markowitz. (1952). *Portfolio Selection*. 7(1), 77-91.
- Haryanto, & Yunita, I. (2008). *Analisis Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Pengungkapan Sukarela Laporan Keuangan (Studi Empiris Pada Perusahaan Real Estat)*.
- Hasanzade, M., Darabi, R., & Mahfoozi, G. (2013). *Factors Affecting the Earnings Response Coefficient : An Empirical study for Iran*. 2(3), 2551-2560.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hecht, P., & Vuolteenaho, T. (2006). Explaining Returns with Cash-Flow Proxies. *Review of Financial Studies*, 19(1), 159-194. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj001>
- Hellwig, M. F. (1981). Bankruptcy, Limited Liability, and the Modigliani-Miller Theorem. *American Economic Review, American Economic Association*, 71(1), 155-170,.

- Hodgson, A., & Stevenson-Clarke, P. (2000). Accounting variables and stock returns: The impact of leverage. *Pacific Accounting Review*, 12(2), 37–64.
- Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1988). The Effect of Sequential Information Releases on the Variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Asset Market. *Journal of Accounting Research*, 26(1), 82. <https://doi.org/10.2307/2491114>
- Izyani, W., & Wan, A. (2010). *Corporate Governance Mechanisms and Extent of Disclosure : Evidence from Listed Companies in Malaysia*. 3(4), 216–228.
- Jones, K. L., Krishnan, G. V., & Melendrez, K. D. (2008). Do Models of Discretionary Accruals Detect Actual Cases of Fraudulent and Restated Earnings? An Empirical Analysis. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 499–531. <https://doi.org/10.1506/car.25.2.8>
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (2001). The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance*, 27(3), 3–15. <https://doi.org/10.1108/03074350110767060>
- Karajeh, A. I., Ibrahim, M. Y. B., dan Lode, N. A. B. (2017). Impact of Shareholder Structure on Voluntary Disclosure in Malaysian Companies. *Global Business and Management Research*, 9(1), 142.
- Kasmir. (2015). Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Kasznik, R., & Lev, B. (1995). To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting Review: A Quarterly Journal of the American Accounting Association*, 70(1), 113–134.
- Komite nasional GCG. (2002). *Pedoman Pembentukan Komite Audit yang Efektif*. 1–18.



- Kormendi, R., & Lipe, R. (1987). Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *The Journal of Business*, 60(3), 323. <https://doi.org/10.1086/296400>
- Kothari, S., & Short, J. (2003). The Effect of Disclosures by Management , Analysts , and Financial Press on the Equity Cost of Capital. *A Research and Education Initiative at the MIT Sloan School of Management, October*.
- Krishnan, J. (2005). Audit Committee Quality and Internal Control: An Empirical Analysis. *The Accounting Review*, 80(2), 649–675. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.649>
- Kwak, Y. S., Jin, J., & Lee, K. J. (2007). The Effect of Changes in Financial Leverage on the Relation , Between Earnings and Stock Returns: Evidence from Korean Firms. *The Journal of Finance Issues*, 5(1), 139–151.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623–662. <https://doi.org/10.1506/9N45-F0JX-AXVW-LBWJ>
- Lang, M., Smith Raedy, J., & Wilson, W. (2006). Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 255–283. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.04.005>
- Lawrence Gitman, Roger Juchau, Jack Flanagan, C. J. Z. (2011). *Principles of Managerial Finance* (6th ed.). Frenchs Forest, N.S.W. : Pearson Australia.
- Lee, C.J., C. Liu, dan T. W. (1999). The 150-hour Rule. *Journal of Accounting and Economics.*, 27(2), 203–228.
- Levy, H., & Markowitz, H. M. (1979). Approximating expected utility by a function of mean and variance. *American Economic Review*, 69(3), 308–317. <https://doi.org/10.2307/1807366>

- Lintner, J. (1965a). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.
- Lintner, J. (1965b). Security Prices, Risk, And Maximal Gains From Diversification. *The Journal of Finance*, 20(4), 587–615. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1965.tb02930.x>
- Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1990). Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models. In *Review of Financial Studies* (Vol. 3, Issue 3, pp. 431–467). <https://doi.org/10.1093/rfs/3.3.431>
- Loder, T., Alstyne, M. Van, & Wash, R. (2004). Information Assymetry and Thwarting of Spam. *Available at SSRN 488444*, 3(3). [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=488444](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488444)
- Lorek, K. S., & Willinger, G. L. (2008). Time-series properties and predictive ability of quarterly cash flows. *Advances in Accounting*, 24(1), 65–71. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2008.05.010>
- Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 132–151. <https://doi.org/10.1108/14691931111097944>
- Mahjoubi, M., & Abaoub, E. (2015). Earnings Response Coefficient as a Measure of Market Expectations: Evidence from Tunis Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(2).
- Mark E. Rubinstein. (1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. *The Journal of Finance*, 28(1), 167–181.
- Martani, D., & Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios , firm size , and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44–55.

- Megginson, W. L. (2004). Toward A Global Model Of Venture Capital? *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), 89–107. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2004.tb00599.x>
- Michael C.Jensen., W. H. ., & Eckling. (1976). Theory Of The Firm : Managerial Behavior , Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Miller, G. S. (2002). Earnings Performance and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 173–204. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00043>
- Miqdad, M., & Widiyanti, N. . (2016). Analisis Struktur Corporate Governance dan Disclosure Dalam Upaya Meningkatkan Usefulness Informasi Akuntansi Bagi Pelaku Pasar Modal di Bursa Efek Indonesia. Universitas Jember.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital , Corporation Finance and the Theory of Investment Franco Modigliani ; Merton H . Miller. *Finance*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 433–443.
- Mohamad, W. I. A. W., & Sulong, Z. (2010). Corporate governance mechanisms and extent of disclosure: Evidence from listed companies in Malaysia. *International Business Research*, 3(4). <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n4p216>
- Moradi, M., Salehi, M., & Erfanian, Z. (2010). A Study of the Effect of Financial Leverage on Earnings Response Coefficient through out Income Approach: Iranian Evidence. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(2), 104–116.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47–56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>

- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *The Econometric Society*, 34(4), 768–783.
- Mostafa, W., & Dixon, R. (2013). The impact of earnings extremity on information content of cash flow. *Review of Accounting and Finance*, 12(1), 81–104. <https://doi.org/10.1108/14757701311295845>
- Murwaningsari, E. (2008). Pengujian Simultan : Beberapa Faktor Yang Mempengaruhi Earning Response Coefficient (ERC). *Simposium Nasional Akuntansi XI*, 11(1979), 23–24.
- Murwaningsari, E. (2014). Kepemilikan Institusional Dan Kualitas Audit Terhadap Pengungkapan Informasi dan Future Earnings Response Coefficient. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 18(2), 161–171.
- Murhadi, Werner R. (2014). Analisis Laporan Keuangan: Proyeksi dan Valuasi saham. Jakarta: Salemba Empat.
- Myers, J. O. H. N., Myers, L. A., dan Skinner, D. J. (2007). Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing Dan Finance*, 22(2), 249–284.
- Myers, S. (2007). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Na'im, A. (2000). Analisis Hubungan Antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan Dengan Struktur Modal Dan Tipe Kepemilikan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 15(1).
- Nekhili, M., Boubaker, S., & Lakhil, F. (2012). Ownership Structure , Voluntary Disclosure and Market Value of Firms : The Ownership

- Structure , Voluntary R & D Disclosure and Market Value of Firms : The French Case. *International Journal Of Business*, 17(2), 126–140.
- Nielsen, L. T., & Vassalou, M. (2006). The instantaneous capital market line. *Economic Theory*, 28(3), 651–664.
- Ohlson, J. A. (1990). A Synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. *Contemporary Accounting Research*, 6(2), 648–676. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1990.tb00780.x>
- Panjaitan, Evi Meliana. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan Sukarela (Voluntary Disclosure) dalam Laporan Tahunan. *JOM Fekon*. Volume 3, Nomor1.
- Palupi, M. J. (2006). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba: Bukti Empiris Pada Bursa Efek Jakarta. *Urnal Akubank*, 3, 9–25.
- Paramita, R. W. D. (2012). Pengaruh Firm Size Terhadap Earnings Response Coefficient (Erc) Dengan Voluntary Disclousure Sebagai Variabel Intervening (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *WIGA; Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 2(1).
- Paramita, R. W. D. (2014). Timeliness Sebagai Variabel Intervening Untuk pengaruh Size terhadap ERC. *WIGA: Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 4(1), 34–42.
- Patatoukas, P. N. (2014). Detecting news in aggregate accounting earnings: implications for stock market valuation. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 134–160. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9221-3>
- Patell, J. M., & Wolfson, M. A. (1984). The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements. *Journal of*

*Financial Economics*, 13(2), 223–252. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90024-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90024-2)

- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), 5–33. <https://doi.org/10.1080/09638180701265820>
- Pett, T.L., dan Wolff, J.A. (2003). Firm Characteristics and Managerial Perceptions of NAFTA: AN Assessment of Export Implications for U.S. SMEs. *Journal of Small Business Management* 41(2): 117-132
- Pimentel, R. C. (2016). Earnings Response Coefficient Estimation : An Exploratory And Comparative Analysis In Brics 1. *Journal of Administration and Accounting of UNISIONS*, 13(1), 19–31. <https://doi.org/10.4013/base.2016.131.02>
- Putri, D. Y. S. (2017). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Dan Likuiditas Terhadap Luas Pengungkapan Sukarela (Voluntary Disclosure) Dalam Laporan Tahunan.*
- R. I. Tricker. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* (3rd ed.). Oxford University Press.
- Rachmawardani, Y. (2007). *Analisis pengaruh aspek likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal perusahaan.* Diponegoro.
- Radchobeh, Z. R., Biyabani, S., & Nikoumaram, H. (2013). Evaluation on the Relation between Earning Response Coefficient (ERC) and Financial Leverage. *Journal of Life Science and Biomedicine*, 3(1), 83–87.
- Ray Ball, P. B. (1965). An empirical evaluation of accounting income numbers. In *Journal of Accounting Research* (pp. 159–178).
- Ros Haniffa and Terry Cooke. (2000). *Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations.* 28–30.

- Ross, S. A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341–360.
- Saifi, M. (2017). Investment opportunity and performance of manufacturing company in indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 15(3), 522–527. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i4.2753>
- Salamon, G. L., & Dhaliwal, D. S. (1980). Company Size And Financial Disclosure Requirements With Evidence From The Segmental Reporting Issue. *Journal of Business Finance & Accounting*, 7(4), 555–568. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1980.tb00221.x>
- Salehi, H., Rezaie, H., & Ansari, F. (2014). Corporate Governance and Information Asymmetry. *Management Science Letters*, 4(8), 1829–1836
- Sanjaya, I. P. S. (2008). Auditor Eksternal, Komite Audit, dan Manajemen Laba Sanjaya. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 11(1), 87–99. <https://doi.org/http://doi.org/10.33312/ijar.187>
- Schreck, P., & Raithel, S. (2018). Corporate Social Performance, Firm Size, and Organizational Visibility: Distinct and Joint Effects on Voluntary Sustainability Reporting. *Business & Society*, 57(4), 742–778. <https://doi.org/10.1177/0007650315613120>
- Sehgal, S., & Pandey, A. (2010). Equity valuation using price multiples: evidence from India. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 6(1), 89–108.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Siegal, W., Church, A. H., Javitch, M., Waclawski, J., Burd, S., Bazigos, M., Yang, T.-F., Anderson-Rudolph, K., & Warner Burke, W. (1996). Understanding the management of change: An overview of managers' perspectives and assumptions in the 1990s. *Journal of Organizational Change Management*, 9(6), 54–80.

- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suaryana, A. (2007). Pengaruh Komite Audit Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 2(1), 1–22.
- Surendra S. Singhvi and Harsha B. Desai. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129–138.
- Suryanto, T. (2016). Pengaruh Accounting Disclosure, Accounting Harmonization Dan Komite Audit Terhadap Kualitas Laba (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Akuntansi*, 20(2), 190–201.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi* (1st ed.). Kanisius.
- Teets, W. R., & Wasley, C. E. (1996). Estimating earnings response coefficients: Pooled versus firm-specific models. *Journal of Accounting and Economics*, 21(3), 279–295. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(96\)00423-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(96)00423-5)
- Treynor, J. L. (1961a). Market Value, Time, And Risk. *Modern Economy*, 7(2).
- Treynor, J. L. (1961b). Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. *Modern Economy*, 6.
- Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does Income Smoothing Improve. *The Accounting Review*, 81(1), 251–270.
- Tulli, M. M. (2012). Audit Quality: A Synthesis Of Theory And Empirical Evidence, Journal Of Accounting Literature. *Journal of Finance and Accounting*, 2(4), 100–114. <https://doi.org/10.12691/jfa-2-4-3>
- Veronica, S., & Bachtiar, Y. S. (2005). Corporate Governance, Information Asymmetry, And Earnings Management. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2(1), 77–106. <https://doi.org/10.21002/jaki.2005.04>



- Wallace, R. S. O., Naser, K., & Mora, A. (1994). The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*, 25(97), 41–53. <https://doi.org/10.1080/00014788.1994.9729927>
- Watson, A., Shrives, P., & Marston, C. (2002). Voluntary Disclosure Of Accounting Ratios In The Uk. *The British Accounting Review*, 34(4), 289–313. <https://doi.org/10.1006/bare.2002.0213>
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.3.207>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1983). Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence. *The Journal of Law and Economics*, 26(3), 613–633. <https://doi.org/10.1086/467051>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Weston J. Fred dan Thomas E. Copeland. (1992). *Manajemen Keuangan Jilid II. Terjemahan Yohanes Lamarto*. Erlangga.
- Whitley, R. D. (1988). The possibility and utility of positive accounting theory. *Accounting, Organizations and Society*, 13(6), 631–645. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(88\)90037-2](https://doi.org/10.1016/0361-3682(88)90037-2)
- Widiastuti, H. (2004). Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan terhadap Earnings Response Coefficient ( ERC ). *Jurnal Akuntansi Dan Investasi*, 5(2), 187–207.
- William R. Scott. (2015). *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall.
- Understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three-Factor Model, (2003).

- Yuen, D. C. Y. (2009). A Case Study of Voluntary Disclosure by Chinese Enterprises. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 1(2), 118–145.
- Zeng, T. (2014). Earnings management around tax rate reduction: evidence from China's 2007 corporate tax reform. *Asian Review of Accounting*, 22(3), 304–317. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2014-0012>

# INDEKS

## A

Accounting Earnings Response Coefficient vi, ix, xi, 16, 19, 78, 88, 89, 90, 91, 102, 107, 108, 109, 116, 119, 136, 137, 162, 169, 170, 182, 183, 187, 189, 192, 195

AERC ix, x, xii, xiii, xiv, 16, 19, 20, 21, 22, 23, 78, 88, 89, 90, 91, 100, 101, 102, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 116, 119, 128, 130, 132, 139, 140, 162, 163, 165, 166, 167, 169, 170, 171, 172, 182, 191, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 205, 206

Akuntansi 7, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 25, 28, 31, 52, 69, 70, 73, 76, 77, 79, 80, 82, 83, 87, 88, 90, 91, 94, 100, 110, 111, 116, 118, 119, 160, 162, 184, 198, 200, 205

Arus Kas 11, 16, 18, 20, 28, 53, 82, 83, 84, 85, 88, 89, 90, 94, 118, 119, 196, 197

Asimetri Informasi 4, 5, 14, 17, 21, 22, 48, 49, 77, 78, 100, 101, 102, 103, 104, 106, 107, 112, 113, 116, 121, 128, 135, 138, 161, 162, 163, 166, 168, 169, 171, 172, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 192, 193, 194, 200, 201, 203, 205

Asimetri Informasi 49

Audit xii, 69, 71, 102, 107, 109, 123,

124, 130, 155, 156, 157, 158, 181, 208, 211, 212, 217, 218, 221, 224, 225

Auditor 72, 96, 97, 209, 212, 224

## B

Bisnis 4, 40, 43, 63, 64, 66, 72, 76, 106, 223

Broker 33

Bursa Efek 2, 19, 97, 98, 113, 114, 116, 208, 216, 220, 222

## C

Cash Flow 16, 17, 19, 20, 83, 88, 90, 91, 94, 116, 162, 195, 197, 219, 221

## D

Dewan Komisaris 14, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 115, 123, 124, 155, 156, 158, 159, 168, 170, 180, 182, 200

## E

Earning Per Share 19, 85, 174

Ekonomi 20, 37, 39, 55, 79, 96

EPS 8, 19, 44, 80, 81, 86, 87, 90, 92, 95, 98, 118, 145, 174, 192, 194

## F

Finansial 40, 50, 52

Fiskal 2

## G

Growth 10, 11, 17, 22, 52, 58, 93, 95, 99,  
100, 101, 102, 104, 115, 128, 149,  
150, 168, 173, 176, 182, 184, 185,  
186, 199, 200, 203, 204, 214

## H

Harga 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 14, 16, 18, 19,  
21, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31,  
32, 33, 34, 36, 37, 38, 39, 40, 42,  
43, 44, 47, 50, 51, 56, 57, 77, 78,  
79, 80, 82, 83, 85, 86, 87, 88, 91,  
92, 93, 94, 109, 110, 113, 115,  
117, 118, 121, 122, 142, 148, 149,  
161, 171, 172, 176, 179, 183, 186,  
193, 194, 196, 197, 199, 204, 205

Hutang 1, 9, 10, 41, 42, 43, 44, 45, 46,  
47, 48, 53, 54, 59, 122, 145, 146,  
147, 148, 149, 173, 184

## I

IHSG 2, 3, 4, 21, 37, 113, 115, 142

Investasi 1, 4, 5, 6, 9, 11, 20, 22, 25, 44,  
45, 46, 54, 55, 58, 59, 60, 61, 75,  
82, 84, 85, 118, 123, 150, 151,  
170, 174, 175, 177, 184, 185, 189,  
197, 198, 200, 206

Investor 1, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12,  
13, 14, 15, 17, 20, 21, 22, 23, 24,  
25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 33, 37,  
38, 41, 42, 47, 49, 50, 51, 53, 56,  
57, 58, 59, 65, 71, 76, 77, 78, 79,  
80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 94,  
96, 97, 102, 104, 108, 109, 110,  
111, 112, 118, 149, 158, 168, 170,  
173, 174, 175, 176, 177, 178, 179,  
182, 183, 184, 185, 186, 187, 188,  
189, 190, 191, 192, 193, 194, 196,  
197, 198, 199, 200, 201, 202, 203,  
204, 205

## K

Keagenan 14, 18, 44, 46, 47, 51, 65, 91,

106, 108, 177, 179, 187, 188, 202,  
203, 204

Kebangkrutan 42, 44, 53, 70

Kerugian 7, 27, 40, 48, 97, 103, 114,  
115, 141, 173, 174, 198

Komite Audit xii, 69, 102, 123, 130, 155,  
156, 181, 217, 224, 225

Kredit 68, 84, 184

Kreditur 53, 60, 62, 64, 174

## L

Laba xii, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 13, 14,  
15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23,  
25, 26, 28, 30, 32, 33, 41, 43, 45,  
48, 49, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 59,  
60, 61, 62, 73, 74, 75, 78, 79, 80,  
81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89,  
90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98,  
100, 103, 107, 108, 111, 112, 114,  
116, 118, 122, 123, 124, 141, 145,  
146, 149, 150, 151, 152, 153, 157,  
162, 163, 164, 169, 170, 171, 176,  
182, 183, 184, 185, 186, 187, 188,  
189, 191, 192, 193, 194, 195, 196,  
197, 198, 200, 201, 202, 204, 205,  
206

Laporan Keuangan 4, 6, 9, 12, 13, 15,  
16, 19, 28, 49, 51, 56, 69, 70, 71,  
72, 73, 74, 75, 76, 79, 80, 81, 84,  
86, 87, 90, 94, 103, 104, 110, 113,  
114, 117, 119, 120, 124, 142, 156,  
157, 183, 187, 188, 190, 191, 204

## M

Manajemen vi, 4, 5, 6, 13, 14, 20, 29, 39,  
41, 42, 47, 48, 49, 51, 57, 59, 60,  
61, 63, 69, 70, 73, 75, 76, 77, 94,  
98, 102, 103, 106, 108, 121, 125,  
155, 156, 161, 169, 175, 176, 177,  
178, 179, 180, 187, 188, 190, 191

Modal 1, 2, 4, 6, 7, 9, 10, 11, 12, 15, 18,  
20, 24, 25, 26, 29, 33, 39, 40, 41,  
42, 43, 44, 45, 50, 52, 53, 58, 59,  
60, 61, 62, 63, 72, 74, 75, 78, 82,

- 91, 92, 96, 97, 103, 110, 121, 122, 123, 146, 147, 148, 151, 173, 179, 186, 190, 191, 192, 198, 199, 202, 204, 205, 223
- O**
- Otorisasi Jasa Keuangan 75, 114
- P**
- Pajak ix, 28, 38, 40, 42, 43, 44, 53, 61, 62, 151, 176
- Pasar Efisien viii, 24, 26, 34
- Pasar Modal 1, 2, 4, 6, 11, 12, 15, 20, 24, 25, 26, 29, 33, 72, 74, 78, 91, 92, 121, 173, 179, 190, 191, 192, 198, 199, 204, 205
- Penghasilan 43, 61, 62, 123
- Pengungkapan 6, 12, 13, 15, 74, 75, 76, 77, 102, 104, 110, 111, 116, 119, 120, 121, 160, 161, 167, 168, 171, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 180, 184, 187, 190, 191, 192, 201, 202, 204, 205, 206
- Penjualan 54, 55, 57, 58, 59, 60, 75, 84, 153, 175, 177, 193, 196, 197, 223
- Perusahaan 1, 2, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 18, 19, 21, 22, 23, 25, 26, 27, 28, 29, 31, 32, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 90, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 121, 122, 123, 124, 125, 128, 134, 136, 139, 141, 142, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 163, 164, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 189, 190, 191, 192, 193, 194, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 205, 223
- Profitabilitas xii, 60, 62, 102, 105, 108, 123, 130, 150, 152, 176, 186, 208, 216
- R**
- Risiko Keuangan 43
- Rugi 7, 45, 75, 84, 197
- S**
- Saham 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 37, 38, 39, 40, 43, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 60, 62, 63, 64, 65, 66, 68, 70, 71, 72, 73, 75, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 85, 86, 87, 88, 90, 92, 93, 94, 95, 98, 103, 104, 106, 108, 109, 110, 111, 113, 115, 116, 117, 118, 121, 122, 123, 124, 142, 148, 149, 150, 151, 155, 161, 162, 169, 170, 171, 172, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 183, 185, 186, 187, 188, 189, 190, 193, 194, 196, 197, 198, 199, 203, 204, 205, 221
- Sekuritas 1, 24, 25, 27, 28, 30, 33, 34, 35, 37, 45, 51, 52, 78, 84, 90, 117, 186, 197
- U**
- Untung 25, 45

## BIODATA PENULIS



**Dr. Ratna Wijayanti Daniar Paramita, S.E., M.M.**, lahir di Lumajang pada tanggal 14 Desember 1972. Pendidikan Sekolah Dasar diselesaikan tahun 1985, lulus SMP tahun 1988 dan menyelesaikan SMEA tahun 1991. Menempuh jenjang strata 1 di Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Widyagama Malang dan meraih gelar Sarjana Ekonomi pada tahun 1995. Tahun 2009 melanjutkan studi pada jenjang strata 2 di Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Widyagama Malang dan meraih gelar Magister Manajemen pada tahun 2011. Pada Tahun 2015 melanjutkan studi pada jenjang pendidikan strata 3 pada Program Doktor Ilmu Manajemen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember dan meraih gelar Doktor pada tahun 2020. Mengawali karir di dunia kerja tepatnya di dunia pendidikan dengan mencatatkan diri pada STIE Widya Gama Lumajang tahun 1996. Menjadi dosen tentu tidak hanya memberikan pendidikan tetapi juga penelitian dan pengabdian kepada masyarakat.

Di bidang penelitian dan pengabdian kepada masyarakat tercatat beberapa kali memperoleh pendanaan hibah DIKTI. Tahun 2006 memperoleh Hibah Penelitian Studi Kajian Wanita sebagai ketua, tahun 2012 memperoleh Hibah Penelitian Fundamental sebagai

anggota, tahun 2013 memperoleh Hibah Penelitian Dosen Pemula sebagai ketua, tahun 2014 memperoleh Hibah Penelitian Dosen Pemula sebagai ketua, tahun 2014 memperoleh Hibah Penelitian Dosen Pemula sebagai anggota, tahun 2015 memperoleh Hibah Iptek Bagi Masyarakat sebagai anggota, tahun 2017 memperoleh Hibah Penelitian Produk Terapan sebagai ketua, tahun 2018 memperoleh Hibah Penelitian Strategi Nasional sebagai ketua, tahun 2019 memperoleh Hibah Penelitian Produk Terapan sebagai ketua, tahun 2020 memperoleh Hibah Penelitian Produk Terapan sebagai ketua.

Telah menulis artikel sejak tahun 2012 dan dipublikasikan pada jurnal nasional dan internasional serta mengikuti beberapa kali seminar nasional dan internasional. Buku ajar dan dan buku monograf ber-ISBN yang telah dihasilkan diantaranya; *Metode Penelitian Kuantitatif* (Azyan Mitra Media Yogyakarta, 2015), *Praktek Akuntansi menggunakan MYOB* (Azyan Mitra Media Yogyakarta, 2016), *Praktek Akuntansi menggunakan Zahir* (Azyan Mitra Media Yogyakarta, 2016), *Kemiren 1: Potret Budaya Adat Osing* (Azyan Mitra Media Yogyakarta, 2017), *Kemiren 2: Menguak Potret Pelaku Budaya Adat Osing* (Azyan Mitra Media Yogyakarta, 2019), *Kemiren 3: Pengabdian Diluar Nalar* (Penerbit Widya Gama Press Lumajang, 2019). *Kemiren 4: Tarian Sunyi Masa Pandemi* (Penerbit Widya Gama Press Lumajang, 2020).

Beberapa karya juga telah dicatatkan pada Direltorat Jendral Hak Kekayaan Intelektual dan memperoleh sertifikat HKI. Sampai saat ini masih mengabdikan diri sepenuhnya di STIE Widya Gama Lumajang. Menduduki jabatan struktural sejak tahun 2012 antara lain: 1) Ketua LPPM Tahun 2012-2014; 2) Pembantu Ketua 2 bidang keuangan, SDM dan umum Tahun 2014-2017; 3) Ketua STIE Widya Gama Lumajang periode tahun 2017-2021.

*Dimana Bumi Dipijak disitu Langit Dijunjung*, maka seluruh hasil karya dan ilmu yang saya miliki saya persembahkan dengan sepenuh hati dengan segala dedikasi yang saya miliki untuk *STIE Widya Gama Lumajang*.



**Prof. Dr. Isti Fadah, Msi**, lahir di Jember 20 Oktober 1966. Aktif sebagai Guru Besar di Fakultas Ekonomi Universitas Jember (UNEJ). Memperoleh gelar sarjana pada 1989 di Fakultas Ekonomi Universitas Jember. Kemudian di tahun 1996 menyelesaikan pendidikan strata 2 (magister) di Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga (UNAIR) Surabaya. Pada tahun 2007 memperoleh gelar doktor dari Universitas Brawijaya (UNIBRA) Malang. Hingga saat ini telah menghasilkan berbagai karya tulis, baik dalam bentuk buku maupun jurnal ilmiah. Beberapa buku yang sudah diterbitkan, yaitu; 1) *Kebijakan Dividen Kas dan Biaya Keagenan (Sebuah Model dan Pengujian Dengan Prespektif Nilai Perusahaan)* (Penerbit Center for Society Studies Jember, 2008); 2) *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (Penerbit Center for Society Studies Jember, 2009); 3) *Buku Ajar Manajemen Keuangan* (Jurusan Manajemen FE Universitas Jember); 4) *Manajemen Keuangan (Suatu Konsep Dasar)* (Penerbit Insan Global, 2013); 5) *Buku Praktek Manajemen Keuangan* (Program Studi Manajemen Perusahaan FE Universitas Jember, 2015); 6) *Manajemen Keuangan Suatu Konsep Dasar* (Penerbit Insan Global, 2016); 7) *Ekonomi Syariah* (Penerbit Insan Global, 2016). Selain dalam bentuk buku, karya tulisnya juga dimuat di dalam jurnal internasional yang sudah terindex SCOPUS. Penulis dapat dihubungi melalui nomor ponsel 0811350242 atau e-mail: [istitatak@yahoo.co.id](mailto:istitatak@yahoo.co.id).



**Dr. Diana Sulianti K. Tobing, SE., M.Si**, lahir di Tanjung Tiram, 12 Desember 1974. Saat ini aktif sebagai dosen di Universitas Jember dengan jabatan fungsional sebagai Lektor Kepala. Pada tahun 1998 menyelesaikan pendidikan strata 1 (S1) di Universitas Sumatera Utara Medan. Ia menyelesaikan pendidikan strata 2 (S2) pada tahun 2003 di Universitas Padjadjaran (UNPAD)



Bandung. Pada 2009, ia memperoleh gelar doktor dari Universitas Airlangga (UNAIR) Surabaya. Berbagai karya tulis telah dihasilkan dan dipublikasikan dalam jurnal internasional, prosiding, buku, dan juga penelitian. Penulis dapat dihubungi melalui nomor ponsel 081234662212 atau e-mail: dskltse@yahoo.com dan diana.tobing@unej.ac.id



**Imam Suroso**, lahir di Tuban (Jawa Timur) tahun 1959, adalah staf pengajar pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember. Setelah memperoleh gelar Sarjana Ekonomi dari Fakultas Ekonomi Universitas Jember (1986), dengan beasiswa dari ADB (Asean Development Bank) melanjutkan studinya dan meraih gelar Magister Sains (M.Si.)

Ilmu Manajemen. dari Universitas Airlangga Surabaya (1999). Pada tahun 2002 dengan beasiswa dari Pemerintah Republik Indonesia c.q. Menteri Pendidikan Nasional melalui BPPS, mendapat kesempatan lagi untuk melanjutkan studinya dan meraih gelar Doktor (Dr.) Bidang Ilmu Ekonomi Konsentrasi Manajemen Strategi dan Pemasaran dari Universitas Airlangga Surabaya (2007).





# Accounting Earning Response COEFFICIENT

*Pengukuran Kualitas Laba Akuntansi*

Penelitian yang berkesinambungan tentang kualitas laba penting dilakukan sehingga penelitian ini mengembangkan konsep yang ada pada ERC menjadi AERC untuk mengukur kualitas laba akuntansi. Penelitian tentang ERC banyak dilakukan terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi seperti: karakteristik perusahaan, *corporate governance* dan tingkat kelengkapan pengungkapan laporan keuangan. Hal ini memberikan indikasi bahwa masalah laporan keuangan tetap menjadi perdebatan dalam literatur keuangan, dan respon pasar merupakan salah satu yang telah banyak diteliti. Temuan dan hasil yang beragam dan berbeda dari penelitian tentang ERC memberikan peluang untuk menguji dan menganalisis berbagai faktor yang mempengaruhi respon pasar. Pengukuran terhadap respon pasar juga terus berkembang dengan penambahan variabel pada dimensi pengukurannya.

Berdasarkan pemikiran tersebut maka pada penelitian ini pengukuran kualitas laba akuntansi dikembangkan dengan menggunakan *Accounting Earnings Response Coefficient* (AERC), yaitu pengembangan ERC dengan menambahkan dimensi *cash flow*. Hal ini dengan alasan bahwa ukuran ERC mungkin berbeda jika arus kas diterapkan dan tidak hanya menggunakan angka laba berdasarkan biaya historis dan prinsip akrual.

Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi terhadap teori pasar efisien yang menjelaskan bahwa pasar modal di Indonesia tergolong semi kuat, artinya semua informasi dapat tersampaikan kepada investor dan direspon dengan baik. Investor dalam pasar modal semi kuat bersikap rasional dengan melakukan tindakan-tindakan yang dapat mengurangi resiko dalam pasar modal. Pasar efisien beranggapan bahwa semua investor memiliki kapasitas mengelola informasi yang sama artinya tidak ada investor yang memiliki kemampuan memprediksi harga saham di masa yang akan datang dengan akurat.



*Press*  
**WIDYA GAMA**

WIDYA GAMA PRESS  
STIE WIDYA GAMA LUMAJANG  
(ANGGOTA ASOSIASI PENERBIT PERGURUAN TINGGI INDONESIA)  
Jl. Gatot Subroto No. 4, Karang Sari, Kec. Sukodono,  
Kabupaten Lumajang, Jawa Timur. Telp. (0334) 881924

ISBN 978-623-91680-9-4



9 786239 168094