

Respon Investor Terhadap Kinerja Keuangan: Bukti dari Sektor Consumer Goods di ASEAN

Ferren Chandra^{1*}, Olivia Shannen², Juniarti³

¹Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

¹Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

*Corresponding author; Email: ¹*d12180057@petra.ac.id

ABSTRACT

Financial performance adalah salah satu instrumen yang paling banyak digunakan investor dalam mengambil keputusan investasi. *Financial performance* menyediakan informasi yang relevan mengenai kondisi keuangan dan kinerja perusahaan yang penting untuk pertimbangan investor. Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengetahui respon investor terhadap *financial performance*, dan penelitian-penelitian tersebut memiliki hasil yang berbeda-beda. Beberapa penelitian sebelumnya juga menemukan bahwa relevansi *financial performance* mulai mengalami penurunan, tetapi beberapa penelitian lain menemukan sebaliknya. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui respon investor terhadap *financial performance* di sektor *consumer goods* di ASEAN, dengan menguji 228 perusahaan. Variabel dependen yang digunakan adalah CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2), variabel independen yang digunakan adalah ROA, EPS, dan CFO/TA, dan variabel kontrol yang digunakan adalah *leverage*, *size*, HHI, dan negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA dan CFO/TA direspon positif-tidak signifikan pada kedua *event window*, sedangkan EPS direspon positif-signifikan pada *event window* yang lebih pendek, yaitu 5 hari.

Keywords: *Financial performance*, respon investor, sektor *consumer goods*, teori EMH

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Informasi akuntansi umumnya digunakan oleh investor yang lebih memilih informasi yang terukur dan kualitatif untuk mengambil keputusan investasi [1]. Sebagian besar investor, baik lokal maupun global, ingin mengetahui apa saja yang termasuk dalam harga saham dan interpretasi dari informasi akuntansi untuk harga saham. Hal ini didukung oleh [2] dan [3] menemukan bahwa pasar bereaksi secara signifikan terhadap informasi laporan

keuangan. Informasi yang baik harus tepat, tepat waktu, relevan, bebas dari bias dan *error*. Salah satu informasi yang paling sering digunakan untuk mengukur harga saham adalah *financial statements* [4]. *Financial statements* berperan penting untuk menyediakan informasi yang relevan dan berguna bagi keputusan investor [5], dan memiliki relevansi nilai apabila mencerminkan harga saham. Semakin tinggi relevansi nilai, menunjukkan laporan

keuangan semakin dapat diandalkan untuk mengambil keputusan investasi [5] [6].

Penelitian sebelumnya menemukan hasil yang beragam mengenai respon investor terhadap *financial performance*. [7] menemukan bahwa investor lebih tertarik membeli saham perusahaan dengan *financial performance* yang baik, sehingga laporan ini mendapat reaksi positif dari investor. [8] juga menemukan bahwa investor bereaksi secara positif terhadap *financial performance* yang diukur menggunakan EPS dan ROA. Beberapa penelitian lain juga menemukan adanya reaksi positif dari investor terhadap *financial performance* [9] [10]. Penelitian lain menemukan respon negatif terhadap *financial performance*. Dalam penelitiannya, [11] menemukan adanya kesenjangan yang semakin besar antara indikator pasar modal dan informasi keuangan. Hal ini menyebabkan respon negatif terhadap perusahaan karena harga saham gagal untuk sepenuhnya mencerminkan semua informasi perusahaan yang tersedia karena berbagai ketidaksempurnaan pasar, seperti asimetri informasi [12].

Penelitian sebelumnya juga menemukan hasil yang beragam mengenai relevansi nilai *financial statements*. Peneliti tertentu menemukan bahwa relevansi *financial statements* mulai mengalami penurunan [13] [12]. Sebaliknya, penelitian lain menemukan bahwa *financial statements* masih relevan dalam memberikan informasi

keuangan dan memberikan efek positif terhadap harga saham perusahaan [4] [14]. Dalam penelitiannya, [15] menemukan bahwa *book value* perusahaan merupakan informasi akuntansi yang paling relevan dibandingkan yang lainnya, diikuti dengan pendapatan perusahaan, dan [16] menemukan bahwa profitabilitas adalah variabel yang paling relevan.

Memilih sektor yang spesifik penting dilakukan karena setiap sektor memiliki pengembalian saham dan karakteristik berbeda [17] [18]. Maka dari itu, penelitian ini difokuskan pada satu sektor saja, yaitu sektor *consumer goods* untuk mendapatkan hasil yang lebih spesifik. Sektor *consumer goods* memiliki peran penting dalam ekonomi global. Sektor ini meliputi produk yang volume tersedianya besar, pembelian yang sering, dan harga yang relatif rendah [19]. Selain itu, sektor *consumer goods* adalah salah satu sektor dengan pendapatan paling fluktuatif dan bergantung kepada kemakmuran konsumen [20].

Penelitian ini dilakukan untuk membuktikan reaksi investor terhadap laporan keuangan perusahaan *consumer goods* di ASEAN dalam periode 5 tahun. Negara-negara di Asia Tenggara dipilih sebagai sampel penelitian karena mengalami pertumbuhan signifikan selama beberapa tahun terakhir [21]. Pemilihan beberapa negara dalam satu wilayah tertentu sebagai sampel penelitian juga bertujuan

mendapatkan hasil yang lebih umum dan dapat digeneralisasi. Penelitian ini dapat memberikan hasil yang lebih komprehensif dibandingkan penelitian sebelumnya karena menggunakan *accrual-based measurement*, yaitu ROA dan EPS [22] [23] [24] dan *cash-based measurement*, yaitu CFO/TA [25] [26] untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Penelitian sebelumnya juga memiliki hasil yang berbeda, beberapa peneliti berpendapat bahwa *cash-basis* lebih dipandang unggul oleh investor karena menunjukkan proyeksi arus kas dan kemampuan perusahaan untuk membayar. Namun peneliti lain menemukan bahwa posisi keuangan perusahaan dianggap lebih menunjukkan potensi perusahaan oleh investor daripada uang tunai [27].

Pengukuran respon investor menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR). Respon investor dianggap mencerminkan dampak informasi atas keputusan keuangan [28]. Beberapa penelitian sebelumnya juga menggunakan CAR sebagai pengukuran respon investor [29] [30] [31]. Pada penelitian ini, CAR yang digunakan adalah CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2). CAR digunakan untuk mengukur respon investor karena respon investor berhubungan dengan *return* yang didapatkan perusahaan.

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol, yaitu *level of competitiveness*, *firm size*, *firm leverage*, dan

faktor negara. *Competitiveness* digunakan sebagai variabel kontrol karena tingkat dan jenis persaingan pasar berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan [32]. *Firm size* digunakan sebagai variabel kontrol karena ukuran perusahaan memainkan peran penting dalam era persaingan yang ketat saat ini [22]. *Firm leverage* digunakan sebagai variabel kontrol karena *firm leverage* memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan [33]. Faktor digunakan sebagai variabel kontrol untuk mengetahui apakah negara berpengaruh terhadap respon investor. Faktor ini terdiri dari enam negara yang memiliki perusahaan *consumer goods* di ASEAN, yaitu Thailand, Malaysia, Filipina, Indonesia, Singapura, dan Vietnam.

2. LANDASAN TEORI

2.1. Efficient Market Hypothesis

Teori EMH mendasari respon investor terhadap informasi akuntansi [34]. Dalam pasar saham, korelasi antara harga saham dan seluruh informasi yang tersedia di pasar penting untuk mengukur efisiensi [35]. Semakin banyak informasi kinerja keuangan perusahaan yang terkandung dalam harga saham, maka respon investor juga semakin signifikan dan pasar akan semakin efisien. [36] mengatakan EMH dapat diklasifikasikan menjadi tiga bentuk: bentuk efisiensi pasar yang weak, semi-strong dan strong form. Ketika data pasar historis dan harga masa lalu sepenuhnya tercermin dalam harga

saham tetapi tidak dapat memprediksi harga di masa depan, dianggap sebagai bentuk *weak*. Pasar dianggap sebagai bentuk *semi-strong* ketika semua informasi yang tersedia untuk umum sepenuhnya tercermin dalam harga saham. Pasar dianggap sebagai bentuk *strong* ketika semua informasi publik maupun privat tersedia sepenuhnya tercermin dalam harga saham [37].

Teori EMH mengatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada, yang menyebabkan tidak dapat memperoleh keuntungan lebih [38]. Menurut teori ini, informasi yang tidak valid tidak dapat mempengaruhi harga pasar karena sebelum memasuki pasar, informasi tersebut terlebih dahulu ditolak oleh agen rasional [36]. Sehingga, dapat dikatakan bahwa semua informasi yang tercermin dalam harga saham dalam pasar efisien menurut teori EMH adalah informasi yang valid dan dapat diandalkan dalam mengambil keputusan investasi. Selain itu, adanya penolakan oleh agen rasional terhadap berita palsu dapat mencegah *underreaction* terhadap berita yang valid [39].

2.2. Financial Performance

Financial performance mencerminkan efektifitas dan efisiensi organisasi dalam mencapai tujuannya [40]. Investor memiliki kecenderungan untuk mengandalkan kinerja masa lalu perusahaan untuk memprediksi laba masa depan [41]. Kinerja masa lalu perusahaan tercermin dalam laporan

financial performance. Investor juga menggunakan laporan ini untuk mengetahui keadaan di dalam perusahaan, sehingga dapat mengukur dan mengambil keputusan investasi yang tepat [42]. Dalam penelitiannya, [42] mengatakan bahwa informasi kinerja keuangan perusahaan diperlukan untuk melihat adanya kemungkinan perubahan sumber daya ekonomi dan kapasitas produksi sumber daya di masa depan. Semakin tinggi profit yang didapatkan perusahaan, akan semakin baik kinerja keuangan perusahaan. Informasi yang relevan akan mengarah pada pengungkapan informasi akuntansi yang informatif dan berkualitas lebih tinggi sehingga dapat membantu investor dalam membuat penilaian yang tidak bias [43].

Kinerja keuangan perusahaan membutuhkan pengukuran yang tepat karena laporan ini sangat krusial bagi perusahaan [44]. Ada berbagai cara untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini, kinerja keuangan perusahaan diukur menggunakan dua pengukuran berbasis akrual yang paling populer, yaitu *Return on Asset (ROA)* dan *Earnings per Share (EPS)* serta pengukuran berbasis kas, yaitu *CFO/TA*. [45] mengatakan bahwa pengukuran berbasis akrual lebih baik untuk digunakan dalam laporan kinerja keuangan. Penelitian ini didukung oleh [46] yang juga membuktikan bahwa pengukuran berbasis akrual lebih direkomendasikan sebagai pengukuran kinerja perusahaan.

Sebelumnya, telah banyak penelitian yang menggunakan ketiga pengukuran ini untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan, seperti [47] [44] [48] [49] [50] [51] [52] [53]. Ketiga pengukuran tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Asset}} \quad (1)$$

$$\text{EPS} = \frac{\text{Net Income Available to Shareholders}}{\text{Numbers of Shares Outstanding}} \quad (2)$$

$$\text{CFO / TA} : \frac{(\text{Net Income} + \text{Non-Cash Expense} + \text{Net Increase in Work}}{\text{Total Asset}} \quad (3)$$

2.3. Investor Response

Respon investor merupakan dampak dari informasi keuangan. Menurut teori EMH, pasar dikatakan efisien jika pasar dapat berinteraksi secara cepat terhadap informasi yang relevan [54]. Respon pasar akan berpengaruh pada harga saham [55] dan mempengaruhi tingkat *return* perusahaan [56].

Abnormal return adalah salah satu indikator respon pasar terhadap informasi [57]. *Abnormal return* adalah pengembalian saham aktual dikurangi pengembalian yang diharapkan [58]. *Abnormal return* yang positif menunjukkan bahwa investor mengindikasikan adanya *good news* dari suatu peristiwa atau pengumuman [59], sedangkan *abnormal return* negatif menunjukkan bahwa investor

mengindikasikan adanya *bad news* dari suatu peristiwa atau pengumuman. *Good news* ditandai dengan *actual return* yang lebih tinggi dibandingkan *expected return*, sedangkan *bad news* ditandai dengan *actual return* yang lebih rendah dibandingkan *expected return* [57]. Munculnya laba positif akan memicu respon positif dari investor, begitu juga sebaliknya [60]. [56] mengatakan bahwa respon positif dan negatif dari investor akan mempengaruhi *abnormal return* dan harga saham perusahaan. Semakin baik respon investor, maka *abnormal return* perusahaan akan semakin meningkat, begitu juga sebaliknya.

Penelitian ini menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR) untuk mengukur respon investor yang dihitung dengan menggabungkan *abnormal return* harian dalam periode waktu tertentu. Perhitungan CAR dilakukan dengan terlebih dahulu menghitung *abnormal return* yang dirumuskan sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (4)$$

Di mana :

AR_{it} = *abnormal return* dari perusahaan *i* pada hari *t*

R_{it} = *actual return* perusahaan *i* pada hari *t*

$E(R_{it})$ = *expected return* perusahaan *i* pada hari *t*

Expected return perusahaan dirumuskan menggunakan regresi OLS

(*Ordinary Least Square*) dengan rumus sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Di mana :

R_{mt} = *market return* pada hari t

α_i dan β_i = parameter *market model*

ε_{it} = *error*

Setelah melakukan perhitungan di atas, *abnormal return* akan diakumulasikan dengan rumus sebagai berikut :

$$CAR_i = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \quad (6)$$

Penelitian ini menggunakan CAR dengan dua *event window* berbeda, yaitu 5 hari (-2,0,+2) dan 11 hari (-5,0,+5) dengan 0 sebagai tanggal perusahaan menerbitkan laporan keuangan dan menggunakan harga saham selama 120 hari perdagangan aktif. Penelitian ini fokus pada *narrow window* dalam pengujiannya untuk melihat hubungan sebab-akibat.

2.4. Hipotesis

Pada umumnya, investor akan mengharapkan keuntungan dari investasi yang berpotensi memberi keuntungan. Untuk membantu investor dalam memilih investasinya, dibutuhkan instrumen yang dapat diandalkan, salah satunya adalah laporan keuangan perusahaan [20]. *Financial performance* adalah salah satu instrumen

paling populer yang digunakan investor dalam pengambilan keputusannya. *Financial performance* merupakan instrumen penting untuk menjadi sinyal yang menarik kepercayaan pasar [61] [40]. *Financial performance* menunjukkan tingkat efektivitas dan efisiensi organisasi dalam mencapai tujuan. Saat ini, peningkatan kinerja keuangan perusahaan penting bagi perusahaan untuk menarik minat investor [40]. [55] menemukan adanya hubungan positif antara sentimen investor dengan kinerja keuangan perusahaan.

Beberapa peneliti berpendapat bahwa *cash-basis* lebih dipandang unggul oleh investor karena menunjukkan proyeksi arus kas dan kemampuan perusahaan untuk membayar. [62] berpendapat bahwa *accrual-basis* memerlukan penilaian yang subjektif tentang peristiwa masa depan dari manajemen, yang artinya tunduk pada manipulasi manajemen. Namun peneliti lain menemukan bahwa posisi keuangan perusahaan dianggap lebih menunjukkan potensi perusahaan oleh investor daripada uang tunai [27]. *Accrual-basis* juga dianggap lebih informatif karena menyediakan informasi penjualan kredit maupun beban biaya seperti garansi, sehingga angka cenderung lebih mencerminkan keseluruhan efek pemasaran [63]. Salah satu pengukuran yang termasuk dalam *cash-basis measurement* adalah CFO/TA, sedangkan pengukuran yang termasuk dalam *accrual-basis measurement* adalah ROA dan EPS.

Return on Asset (ROA) adalah salah satu pengukuran *financial performance* yang paling banyak digunakan. Terdapat banyak penelitian *financial performance* yang telah dilakukan dengan menggunakan ROA sebagai alat ukurnya, di antaranya adalah [40], [64], dan [65]. ROA memberikan informasi besarnya keuntungan rata-rata yang dihasilkan oleh setiap unit aset [66]. Dalam penelitiannya, [67] mengatakan bahwa ROA adalah cara yang tepat untuk membandingkan kinerja antarperusahaan. ROA juga sering digunakan sebagai indikator evaluasi kinerja manajemen keuangan. Semakin tinggi nilai ROA, menandakan bahwa perusahaan semakin baik dalam pengelolaan aset yang dimiliki yang akan menunjang laporan keuangan perusahaan dan menarik perhatian investor untuk menanamkan modal.

Diskusi di atas mengarah pada hipotesis sebagai berikut :

H1: ROA berpengaruh positif terhadap respon investor.

Pengukuran berbasis akrual lainnya yang juga sering digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan adalah *Earnings Per Share* (EPS). EPS mengindikasikan pertumbuhan perusahaan, di mana semakin tinggi nilai EPS, maka semakin tinggi laba yang didapatkan oleh perusahaan. [68] mengatakan bahwa semakin

tinggi EPS, maka semakin tinggi *return* yang didapatkan. [67] juga mengatakan bahwa membandingkan EPS perusahaan dengan tahun sebelumnya dapat dilakukan untuk melihat perkembangan perusahaan. Terdapat beberapa penelitian yang menggunakan EPS sebagai pengukuran kinerja keuangan, seperti [67], [69], dan [70]. Oleh karena itu, EPS memiliki pengaruh positif terhadap respon investor.

Diskusi di atas mengarah pada hipotesis sebagai berikut :

H2: EPS berpengaruh positif terhadap respon investor.

Cash Flow from Operations (CFO) adalah salah satu pengukuran *financial performance* berbasis kas. CFO menggambarkan nilai kas yang diperoleh dari aktivitas perusahaan sehari-hari. Semakin tinggi nilai CFO, artinya semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membiayai kebutuhannya, dan semakin rendah pendanaan eksternal yang dibutuhkan untuk aktivitas operasi saat ini [71]. CFO juga merupakan salah satu tolak ukur yang dipandang oleh investor sebagai pertimbangan pengambilan keputusan karena CFO menggambarkan aktivitas dan kemampuan pendanaan perusahaan saat ini.

Diskusi di atas mengarah pada hipotesis sebagai berikut :

H3: CFO/TA berpengaruh positif terhadap respon investor.

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan model regresi linier berganda dan dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen [72]. Model penelitian ini dituliskan sebagai berikut :

$$\text{CAR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{EPS}_{i,t-1} + \beta_3 \text{D1}_{i,t-1} + \beta_4 \text{D2}_{i,t-1} + \beta_5 \text{D3}_{i,t-1} + \beta_6 \text{D4}_{i,t-1} + \beta_7 \text{D5}_{i,t-1} + \beta_8 \text{D6}_{i,t-1} + \beta_9 \text{HHI}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{LEV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (7)$$

3.1.1. Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen :

- CAR digunakan untuk mengukur respon investor yang dihitung dengan mengakumulasi *abnormal return* yang didapatkan perusahaan sebelum dan sesudah tanggal publikasi.

Variabel Independen :

- ROA menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang tersedia yang diukur menggunakan rumus (1).
- EPS menggambarkan laba yang dihasilkan perusahaan per lembar saham yang diukur menggunakan rumus (2).
- CFO / TA menggambarkan kas yang dihasilkan dari aktivitas bisnis

perusahaan sehari-hari yang dihitung menggunakan rumus (3).

Variabel Kontrol :

- *Level of competitiveness* diukur menggunakan *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI) dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{HHI} = \sum_{i=1}^N S_i^2 \quad (8)$$

- *Firm size* adalah pengukuran yang digunakan untuk mengetahui besar kecilnya suatu perusahaan. *Firm size* diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Size} = \log (\text{Total Assets}) \quad (9)$$

- *Firm leverage* diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Firm Leverage} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \quad (10)$$

- Faktor negara diukur menggunakan *dummy variable*, dengan memberikan angka 1 pada negara tertentu dan angka 0 pada negara lainnya.

3.2. Sampel Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini harus memenuhi beberapa kriteria sampel, yaitu :

1. Perusahaan yang menjadi sumber data harus memiliki data yang dibutuhkan secara lengkap pada tahun 2016-2020.
2. Perusahaan harus bergerak di bidang *consumer goods* di ASEAN dan

memiliki harga saham pada periode penelitian.

4. HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS

4.1. Hasil Penelitian

Terdapat 1225 perusahaan *consumer goods* di ASEAN pada periode penelitian. Namun setelah menghapus perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sampel, didapatkan 228 perusahaan yang memiliki data lengkap selama periode penelitian 5 tahun, sehingga terdapat 1140 pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini. Perhitungan CAR dilakukan menggunakan data tanggal publikasi laporan keuangan yang didapat dari website setiap perusahaan atau bursa efek setiap negara. Data EPS, ROA, CFO/TA, *firm leverage*, *firm size*, dan *level of competitiveness* diambil dari Bloomberg.

Tabel 1. Sampel per Sub Sektor

Sampel per sub-sektor			
No	Sektor Industri	Total	(%)
1	Houseware	25	11
2	Food and Beverages	145	64
3	Cosmetics and Household	48	21
4	Tobacco Manufacture	5	2

5	Pharmaceuticals	5	2
	Total	228	100

Tabel 2. Sampel per Negara

Sampel per negara			
No	Negara	Total	(%)
1	Indonesia	40	18
2	Malaysia	74	32
3	Singapore	26	11
4	Thailand	61	27
5	Vietnam	21	9
6	Philippines	6	3
	Total	228	100

Penelitian ini dilakukan untuk membuktikan respon positif investor terhadap *financial performance* di sektor *consumer goods* di ASEAN. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji CAR dengan 2 *event window* berbeda, yaitu 11 hari dan 5 hari. Variabel independen dan kontrol yang digunakan sama, yaitu ROA, EPS dan CFO/TA untuk mengukur *financial performance* sebagai variabel independen dan

firm leverage, *firm size*, *level of competitiveness*, dan faktor negara sebagai variabel kontrol. Faktor negara yang digunakan terdiri dari enam negara, yaitu Vietnam, Indonesia, Thailand, Singapura, Filipina, Malaysia.

Tabel 3. Deskriptif Statistik

Deskriptif Statistik				
	Min	Max	Mean	Std
CAR (-5,0,5)	-1.25	0.7	-0.0106	0.10746
CAR (-2,0,2)	-0.65	0.34	-0.0102	0.0734
EPS	-2102.6 4	3377.89	155.7973	538.1510 8
ROA	-18.33	31.25	5.2507	7.20556
CFO/TA	-0.68	1.02	0.0741	0.11607
LEV	-2.11	1.2	-0.0068	0.1827
SIZE	-1.19	0.61	-0.028	0.13373
COMP	0.07	0.59	0.1363	0.12377

Tabel 3 menunjukkan statistika-deskriptif setiap variabel. Nilai positif dan negatif pada *mean* menunjukkan

respon investor terhadap setiap variabel. Pada CAR (-5,0,+5), nilai *mean* -0.0106, menunjukkan bahwa investor memberi respon negatif. Begitu juga dengan CAR (-2,0,+2) yang memiliki *mean* -0.0102. EPS memiliki nilai *mean* 155.7973, yang menandakan bahwa investor merespon positif EPS. ROA juga mendapat respon positif dengan nilai *mean* 5.2507. Begitu juga dengan CFO/TA yang memiliki nilai *mean* 0.0741.

Untuk variabel kontrol, *firm leverage* dan *firm size* mendapatkan respon negatif, ditandai dengan nilai *mean* -0.0068 untuk *firm leverage* dan -0.028 untuk *firm size*. *Level of competitiveness* mendapatkan respon positif dengan nilai *mean* 0.1363.

Pengujian pertama yang dilakukan yaitu uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. Uji normalitas dilakukan dengan *one-sample Kolmogorov-Smirnov test* dan hasil pengujian menunjukkan sampel tidak normal karena signifikansi <0.05. *Treatment* pada data telah dilakukan dengan menghapus data *outlier*, namun hasil tetap tidak normal. Hasil uji ini didasari oleh Central Limit Theorem (CLT) yang mengatakan bahwa semakin besar populasi data penelitian, maka rata-rata sampel akan semakin mendekati distribusi normal [73], [74]. Peneliti juga melakukan uji multikolinearitas data, hasil menunjukkan bahwa tingkat toleransi >0.10 dan VIF <10 yang berarti tidak terjadi multikolinearitas antar variabel. Uji heteroskedastisitas

dilakukan menggunakan diagram *scatter plot* untuk melihat apakah ada gejala heteroskedastisitas pada data. *Scatterplot*

menunjukkan tanda-tanda tidak terjadinya gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4. Correlation-Bivariate

Korelasi														
	CAR (-5,0,5)	CAR (-2,0,2)	EPS	ROA	CFO/TA	Indonesia	Malaysia	Thailand	Vietnam	Filipina	Singapura	LEV	SIZE	COMP
CAR (-5,0,5)	1													
CAR (-2,0,2)	.688**	1												
EPS	0.055	0.05	1											
ROA	.104**	.079**	.137**	1										
CFO/TA	0.031	0.011	-0.025	-0.004	1									
Indonesia	.070*	0.012	-0.012	0.017	0.038	1								
Malaysia	-0.023	0.007	-.200*	-0.057	0.02	-.317**	1							
Thailand	-0.052	-0.025	-.173*	.088**	0.017	-.276**	-.417**	1						
Vietnam	0.035	0.038	.722**	-0.001	-0.047	-.148**	-.223**	-.194**	1					
Filipina	0.006	-0.023	-0.036	0.009	-.068*	-.058*	-.088**	-.076**	-0.041	1				
Singapura	-0.027	-0.016	-.089*	-.096**	-0.013	-.167**	-.251**	-.213**	-.117**	-0.046	1			
LEV	1.000**	.688**	0.056	.105**	0.031	.071*	-0.023	-0.052	0.035	0.006	-0.027	1		
SIZE	.689**	1.000*	0.049	.079**	0.011	0.014	0.007	-0.026	0.037	-0.022	-0.016	.688**	1	
COMP	-0.007	-0.016	0.012	-0.051	-0.05	-0.044	.074*	-0.048	0.034	.069*	-.062*	-0.006	-0.016	1

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Tabel 4 menunjukkan hubungan antar-variabel. Tabel 4 menunjukkan bahwa EPS memiliki korelasi positif dan tidak signifikan terhadap CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2). Sedangkan, ROA memiliki korelasi positif-signifikan terhadap CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2). CFO/TA juga memiliki korelasi positif-tidak signifikan dengan CAR pada kedua *event window*.

Penelitian ini menggunakan empat variabel kontrol, yaitu faktor negara, *firm leverage*, *firm size*, dan *level of competitiveness*. Faktor negara terbagi menjadi enam, yaitu Malaysia, Singapura, Indonesia, Thailand, Filipina dan Vietnam. Tabel 4 menunjukkan bahwa Indonesia memiliki korelasi positif-signifikan terhadap

CAR (-5,0,+5) dan positif-tidak signifikan terhadap CAR (-2,0,+2). Malaysia memiliki korelasi negatif-tidak signifikan dengan CAR (-5,0,+5) dan positif-tidak signifikan dengan CAR (-2,0,+2). Thailand memiliki korelasi negatif-tidak signifikan dengan CAR pada kedua *event window*, sedangkan Vietnam memiliki korelasi positif-tidak signifikan dengan CAR pada kedua *event window*. Filipina memiliki korelasi positif-signifikan dengan CAR (-5,0,+5) dan negatif-tidak signifikan dengan CAR (-2,0,+2). Singapura memiliki korelasi negatif-tidak signifikan dengan CAR pada kedua *event window*. Tabel 4 juga menunjukkan bahwa *firm leverage* dan *firm size* berkorelasi positif-signifikan dengan CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2). Variabel kontrol *level of competitiveness* memiliki korelasi negatif-tidak signifikan dengan CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2).

Tabel 4 juga menjelaskan hubungan antara variabel kontrol dan variabel independen. EPS memiliki korelasi negatif-tidak signifikan dengan Indonesia, tetapi berkorelasi negatif-signifikan dengan Malaysia dan Thailand. EPS memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan Vietnam, negatif dan tidak signifikan dengan Filipina, dan negatif-signifikan dengan Singapura. Untuk korelasi EPS dengan *firm leverage*, *firm size*, dan *level of competitiveness*, ketiganya berkorelasi positif-tidak signifikan. ROA memiliki hubungan positif dan signifikan dengan Indonesia, negatif dan tidak signifikan

dengan Malaysia, positif-signifikan dengan Thailand, negatif-tidak signifikan dengan Vietnam, positif-tidak signifikan dengan Filipina, dan negatif-signifikan dengan Singapura. ROA memiliki korelasi yang positif-signifikan dengan *firm leverage* dan *firm size*, sedangkan korelasinya dengan *level of competitiveness* adalah negatif-tidak signifikan. CFO/TA berkorelasi positif-tidak signifikan dengan Indonesia, Malaysia, dan Thailand. CFO/TA juga memiliki korelasi negatif-tidak signifikan dengan Vietnam dan negatif-signifikan dengan Filipina, sedangkan korelasinya dengan Singapura adalah negatif-tidak signifikan. Untuk korelasi CFO/TA dengan *firm leverage* dan *firm size* adalah positif-tidak signifikan, sedangkan korelasinya dengan *level of competitiveness* adalah negatif-tidak signifikan.

Tabel 5. Uji Regresi CAR (-2,0,+2)

Regression of CAR (-2,0,+2)			
Model	Standardized Coefficients	t	Sig.
		66.911	0.000
EPS	0.001	1.921	0.055***
ROA	0.000	-0.038	0.969
LEV	-0.001	-0.938	0.348
SIZE	1.000	1169.421	0.000*
COMP	0.000	-0.532	0.595
F		519550.423	
Sig.		0.000	

*** Correlation is significant at the 0.1 level.

** Correlation is significant at the 0.05 level.

* Correlation is significant at the 0.01 level.

Sumber : Hasil output SPSS

Tabel 6. Uji Regresi CAR (-5,0,+5)

Regression of CAR (-5,0,+5)			
Model	Standardized Coefficients	t	Sig.
1		-73.159	0.000
EPS	-0.001	-1.036	0.300
ROA	-0.001	-1.121	0.262
LEV	0.999	1510.549	0.000*
SIZE	0.001	1.345	0.179
COMP	0.000	-0.883	0.377
F			872906.350
Sig			0.000

*** Correlation is significant at the 0.1 level.

** Correlation is significant at the 0.05 level.

* Correlation is significant at the 0.01 level.

Sumber : hasil output SPSS

Tabel 5 menunjukkan hasil uji regresi CAR (-2,0,+2). Pada uji regresi CAR (-2,0,+2), EPS berpengaruh positif-signifikan karena memiliki nilai β 0.002 dan tingkat signifikansi 0.033. ROA dan CFO/TA berpengaruh positif-tidak signifikan dengan nilai β 0.000 dan signifikansi 0.760 pada ROA, dan 0.000 dan 0.920 pada CFO/TA. Pada variabel kontrol, faktor negara berpengaruh negatif-tidak signifikan terhadap CAR (-2,0,+2), ditunjukkan oleh nilai β yang negatif dan signifikansi >0.1 pada keenam negara. *Firm leverage* berpengaruh negatif-tidak signifikan terhadap CAR (-2,0,+2), ditunjukkan oleh nilai β -0.001 dan signifikansi 0.484. *Firm size* berpengaruh positif-signifikan dengan nilai β 1.000 dan signifikansi 0.000, sedangkan *level of competitiveness* berpengaruh positif-signifikan dengan nilai β 0.000 dan signifikansi 0.664.

Tabel 6 menunjukkan hasil uji regresi CAR (-5,0,+5). Pada uji regresi CAR (-5,0,+5), nilai β dan signifikansi EPS 0.001 dan 0.106, yang menunjukkan bahwa hubungan EPS dan CAR (-5,0,+5) positif-tidak signifikan. Nilai β dan signifikansi ROA adalah 0.000 dan 0.363, menunjukkan bahwa hubungan ROA dan CAR (-5,0,+5) juga positif-tidak signifikan. Untuk CFO/TA, nilai β dan signifikansi menunjukkan nilai 0.000 dan 0.670, menunjukkan bahwa hubungan CFO/TA dan CAR (-5,0,+5) positif-tidak signifikan. Pada variabel kontrol, faktor negara yang terdiri dari enam negara, yaitu Indonesia, Singapura, Thailand, Malaysia, Vietnam, dan Filipina menunjukkan nilai β negatif dan signifikansi >0.1 , yang berarti faktor negara dan CAR (-5,0,+5) memiliki hubungan negatif-tidak signifikan. *Firm leverage* memiliki nilai β 0.999 dan tingkat signifikansi 0.000, menunjukkan bahwa variabel kontrol ini berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap CAR (-5,0,+5). Sedangkan, *firm size* memiliki nilai β 0.001 dan signifikansi 0.188, yang menandakan bahwa *firm size* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap CAR (-5,0,+5). *Level of competitiveness* memiliki nilai β -0.001 dan signifikansi 0.301, menandakan bahwa *level of competitiveness* berpengaruh negatif-tidak signifikan terhadap CAR (-5,0,+5).

Tabel 5 dan tabel 6 juga menunjukkan data F (F-test) memiliki nilai >2.00 , menandakan bahwa seluruh variabel

independen dapat menjelaskan perubahan variabel dependen dan model yang digunakan sudah *fit* untuk diuji.

4.2 Analisis

Penelitian ini menguji pengaruh ROA, EPS, dan CFO/TA terhadap *financial performance*. Respon investor diukur dengan CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2), sedangkan *financial performance* diukur menggunakan tiga variabel, yaitu EPS, ROA dan CFO/TA. Penelitian ini menggunakan sampel 228 perusahaan yang bergerak di sektor *consumer goods* di ASEAN dalam periode 2016-2020, sehingga didapat 1140 jumlah sampel. Penelitian ini menggunakan *firm size*, *firm leverage*, *level of competitiveness*, dan faktor negara sebagai variabel kontrol. Faktor negara terdiri dari Indonesia, Filipina, Thailand, Malaysia, Singapura, dan Vietnam.

Uji regresi pada penelitian ini menggunakan CAR (-5,0,+5) dan CAR (-2,0,+2) sebagai variabel dependennya. Pada CAR (-5,0,+5), EPS, ROA, dan CFO/TA berpengaruh positif-tidak signifikan. EPS memiliki nilai β 0.001 dan signifikansi 0.106, ROA memiliki nilai β 0.000 dan signifikansi 0.363, sedangkan CFO/TA memiliki nilai β 0.000 dan signifikansi 0.670. Pada CAR (-2,0,+2), EPS berpengaruh positif-signifikan karena memiliki nilai β 0.002 dan signifikansi 0.033. ROA berpengaruh positif-tidak signifikan karena memiliki nilai β 0.000 dan signifikansi 0.760, begitu juga dengan CFO/TA yang memiliki nilai β 0.000 dan

signifikansi 0.920. Dari hasil yang didapatkan, dapat disimpulkan bahwa H1 dan H3 tidak dapat diterima karena hasil tidak signifikan, sedangkan H2 dapat diterima karena memiliki nilai yang positif-signifikan pada CAR (-2,0,+2).

Untuk variabel kontrol, negara berpengaruh negatif-tidak signifikan pada kedua CAR karena memiliki nilai β negatif dan signifikansi >0.1 konsisten pada kedua *event window* keenam negara. *Firm leverage* pada regresi CAR (-5,0,+5) berpengaruh positif-signifikan karena nilai β positif dan signifikansi 0.000, sedangkan pada CAR (-2,0,+2) *firm size* yang berpengaruh positif-signifikan karena memiliki nilai β positif dan signifikansi 0.000. *Level of competitiveness* pada kedua CAR tidak berpengaruh signifikan, dengan nilai β negatif pada CAR (-5,0,+5) dan positif pada CAR (-2,0,+2).

Hasil yang tidak signifikan pada ROA dan CFO/TA menandakan bahwa investor tidak melihat kedua variabel tersebut sebagai pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan. Sedangkan, EPS memiliki hasil yang positif-signifikan pada CAR (-2,0,+2) menandakan bahwa EPS lebih dilihat dalam jangka waktu yang lebih pendek atau semakin dekat dengan tanggal publikasi, baik sebelum maupun sesudah tanggal publikasi.

Hasil dari pengujian menunjukkan bahwa *financial performance* yang diukur

dengan variabel independen ROA dan CFO/TA direspon positif-tidak signifikan dan EPS direspon positif-signifikan pada event window yang lebih pendek, yaitu 5 hari. Sedangkan pada event window yang lebih lama, yaitu 11 hari, *financial performance* yang diukur dengan variabel EPS, ROA dan CFO/TA direspon positif-tidak signifikan oleh investor. Signifikansi EPS yang tidak konsisten membuktikan bahwa lamanya *event window* dapat mempengaruhi respon investor. Dummy variabel keenam negara memiliki nilai negatif yang konsisten pada kedua *event window*. Hal ini menunjukkan bahwa negara tidak mempengaruhi respon investor terhadap *financial performance*.

Hasil dari penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya. [75] menemukan bahwa ROA bukanlah alat pengukur kinerja yang paling relevan untuk menggambarkan tingkat pengembalian saham. [76] menemukan bahwa ROA dan harga saham di sektor *consumer goods* tidak memiliki hubungan signifikan. [77] juga menemukan bahwa ROA tidak memiliki pengaruh terhadap CAR. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi hal ini, salah satunya adalah ukuran perusahaan. Perusahaan dengan total aset yang lebih kecil namun dipandang oleh investor memiliki kesempatan yang lebih besar dalam kenaikan harga sahamnya dibandingkan perusahaan dengan total aset yang lebih besar namun tidak dipandang oleh investor. [78] menemukan adanya hubungan

positif-signifikan antara EPS dan CAR, yang ditandai dengan adanya reaksi terhadap pengumuman laba yang dikeluarkan oleh perusahaan. [79] juga menemukan adanya hubungan positif-signifikan antara EPS dengan CAR (0,3). [80] menemukan bahwa CFO/TA berpengaruh positif pada tahun ketiga.

Selain itu, hasil penelitian ini kontras dengan beberapa penelitian lainnya. [68] mengatakan bahwa ROA dan EPS berpengaruh positif-signifikan terhadap *return* saham. [81] juga menemukan bahwa ROA berpengaruh positif-signifikan terhadap ekspektasi investor.

Financial performance memegang peran penting dalam mengambil keputusan investor. Semakin baik kinerja keuangan, maka akan semakin menarik perhatian investor karena tujuan dalam investasi adalah mendapatkan *abnormal return* yang tinggi [82]. Penelitian ini juga didukung oleh teori EMH, dimana respon positif investor terhadap *financial performance* menunjukkan bahwa harga saham merefleksikan informasi perusahaan [35]. [83] juga mengatakan bahwa harga saham akan merefleksikan nilai suatu perusahaan yang dapat membantu dalam pengambilan keputusan investasi. Selain itu, hasil dari penelitian ini juga membuktikan bahwa pengukuran berbasis akrual dan kas tidak memiliki perbedaan yang signifikan karena CFO/TA dan ROA berpengaruh positif-tidak signifikan, sedangkan EPS hanya

berpengaruh signifikan pada CAR dengan *event window* 5 hari.

Hipotesis kedua diterima, artinya perusahaan dapat lebih fokus dalam mengembangkan *earnings per share* perusahaan, terutama pada tanggal yang dekat dengan tanggal pengumuman, baik sebelum maupun sesudah. Jika investor melihat nilai *earnings per share* perusahaan baik, maka investor akan bersedia berinvestasi dengan menanamkan modalnya di perusahaan. Selain *earnings per share*, pengembangan laporan kinerja keuangan secara keseluruhan juga sangat diperlukan bagi keberlangsungan perusahaan. Semakin tinggi kinerja keuangan perusahaan, maka reputasi dan nilai perusahaan akan meningkat di mata investor.

Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan sampel data yang lebih banyak agar hasil lebih luas dan universal. Selain itu, peneliti selanjutnya dapat meneliti di sektor yang berbeda untuk dapat mengetahui perbedaan hasil di sektor yang lain dan menggunakan pengukuran yang berbeda untuk melihat apakah hasil yang didapatkan akan tetap sama atau berbeda.

5. KESIMPULAN DAN LIMITASI

Penelitian ini dilakukan untuk melihat respon investor terhadap kinerja keuangan perusahaan, dengan menggunakan 228 perusahaan *consumer goods* di ASEAN

periode 2016-2020 sebagai sampel. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan ROA berpengaruh positif-tidak signifikan terhadap CAR pada kedua *event window*, sehingga H1 tidak dapat diterima. Kinerja keuangan yang diukur dengan EPS berpengaruh positif-signifikan terhadap CAR (-2,0,+2) dan positif-tidak signifikan terhadap CAR (-5,0,+5), sehingga H2 dapat diterima. Sedangkan kinerja keuangan yang diukur dengan CFO/TA juga berpengaruh positif-tidak signifikan terhadap CAR, konsisten pada kedua *event window*, sehingga H3 tidak dapat diterima. Penelitian ini sejalan dengan banyak penelitian sebelumnya yang menemukan bahwa *financial performance* mendapatkan respon positif dari investor. Signifikansi EPS terhadap CAR dengan event window yang lebih kecil menunjukkan bahwa lamanya waktu setelah penerbitan laporan kinerja keuangan berpengaruh terhadap respon investor.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada sampel yang digunakan. Sampel tidak dari seluruh negara di ASEAN karena keterbatasan akses informasi data di beberapa negara. Selain itu, sampel hanya sebagian dari perusahaan *consumer goods* di ASEAN karena informasi perusahaan yang sulit diakses, seperti tanggal publikasi laporan keuangan dan kurangnya kelengkapan data yang dibutuhkan, seperti data EPS, ROA, *firm leverage*, *firm size*, dan *level of competitiveness*.

REFERENSI

- [1] B. U. Ugwunta, D. O., & Ugwuanyi, "Accounting Conservatism and Performance of Nigerian Consumer Goods Firms': An Examination of the Role of Accruals.," *Int. J. Financ. Res.*, vol. 10, no. 1, pp. 1–9, 2018.
- [2] R. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *J. Account. Res.*, vol. 6, no. 2, p. 159, 1968, doi: 10.2307/2490232.
- [3] W. . Beaver, "The information content of annual earnings announcements," *J. Account. Res.*, vol. 6, no. 3, pp. 67–92, 1968.
- [4] F. Almagtome, A. H., & Abbasm Z, "Value Relevance of Financial Performance Measures: An Empirical Study," *Int. J. Psychol. Rehabil.*, vol. 24, no. 7, pp. 6777–6791, 2020.
- [5] F. A. Bilgic and C. Ibis, "Effects of New Financial Reporting Standards on Value Relevance—A Study about Turkish Stock Markets," *Int. J. Econ. Financ.*, vol. 5, no. 10, Sep. 2013, doi: 10.5539/ijef.v5n10p126.
- [6] K. C. K. Lam, H. Sami, and H. Zhou, "Changes in the value relevance of accounting information over time: Evidence from the emerging market of China," *J. Contemp. Account. Econ.*, vol. 9, no. 2, pp. 123–135, Dec. 2013, doi: 10.1016/j.jcae.2013.06.001.
- [7] M. Anwaar, "Impact of Firms' Performance on Stock Returns (Evidence from Listed Companies of FTSE-100 Index London, UK)," *Glob. J. Manag. Bus. Res.*, vol. 16, no. 1, pp. 30–39, 2015.
- [8] D. Tarmidi, "How Does Investor React to Financial Performance?," *Int. J. Manag. Stud. Soc. Sci. Res.*, vol. 3, no. 1, pp. 138–143, 2021.
- [9] S. K. Macharia, P. I., & Gatuhi, "Effect of financial performance indicators on market price of shares in commercial banks of Kenya," *Int. J. Manag. Bus. Stud.*, vol. 3, no. 3, pp. 57–60, 2013.
- [10] M. Melgarejo, E. Montiel, and L. Sanz, "The stock market's reaction to accounting information: the cases of Chile and Peru," *J. Account. Emerg. Econ.*, vol. 6, no. 3, pp. 254–268, Aug. 2016, doi: 10.1108/JAEE-11-2013-0054.
- [11] B. Lev, "The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it," *Account. Bus. Res.*, vol. 48, no. 5, pp. 465–493, Jul. 2018, doi: 10.1080/00014788.2018.1470138.
- [12] M. M. Alfraih, "Have financial statements lost their relevance? Empirical evidence from the frontier

- market of Kuwait,” *J. Adv. Manag. Res.*, vol. 13, no. 2, pp. 225–239, Aug. 2016, doi: 10.1108/JAMR-06-2015-0043.
- [13] B. Badu and K. O. Appiah, “Value relevance of accounting information: an emerging country perspective,” *J. Account. Organ. Chang.*, vol. 14, no. 4, pp. 473–491, Nov. 2018, doi: 10.1108/JAOC-07-2017-0064.
- [14] D. El-Diftar and T. Elkalla, “The value relevance of accounting information in the MENA region,” *J. Financ. Report. Account.*, vol. 17, no. 3, pp. 519–536, Sep. 2019, doi: 10.1108/JFRA-09-2018-0079.
- [15] A. Ahmadi and A. Bouri, “The accounting value relevance of earnings and book value: Tunisian banks and financial institutions,” *Int. J. Law Manag.*, vol. 60, no. 2, pp. 342–354, Mar. 2018, doi: 10.1108/IJLMA-11-2016-0131.
- [16] P. E. Dimitropoulos and D. Asteriou, “The value relevance of financial statements and their impact on stock prices,” *Manag. Audit. J.*, vol. 24, no. 3, pp. 248–265, Mar. 2009, doi: 10.1108/02686900910941131.
- [17] A. Defrizal, D; Romli, K; Purnomo, A; Subing, H., “A Sectoral Stock Investment Strategy Model in Indonesia Stock Exchange,” *J. Asian Financ. Econ. Bus.*, vol. 8, no. 1, pp. 15–22, 2020.
- [18] A. P. Kireenko, E. N. Nevzorova, and D. Y. Fedotov, “Sector-Specific Characteristics of Tax Crime in Russia,” *J. Tax Reform*, vol. 5, no. 3, pp. 249–264, 2019, doi: 10.15826/jtr.2019.5.3.071.
- [19] R. Stewart and M. Niero, “Circular economy in corporate sustainability strategies: A review of corporate sustainability reports in the fast-moving consumer goods sector,” *Bus. Strateg. Environ.*, vol. 27, no. 7, pp. 1005–1022, Nov. 2018, doi: 10.1002/bse.2048.
- [20] N. Fatma and W. Hidayat, “Earnings persistence, earnings power, and equity valuation in consumer goods firms,” *Asian J. Account. Res.*, vol. 5, no. 1, pp. 3–13, Dec. 2019, doi: 10.1108/AJAR-05-2019-0041.
- [21] Y. Ibrahim and J. O. Raji, “Cross-border merger and acquisition activities in Asia: the role of macroeconomic factors,” *Stud. Econ. Financ.*, vol. 35, no. 2, pp. 307–329, Jun. 2018, doi: 10.1108/SEF-06-2017-0146.
- [22] D. Muhindi, K. A., & Ngaba, “No Title,” *International Acad. J. Econ. Financ.*, vol. 3, no. 1, pp. 175–190, 2018.

- [23] M. Mujahid and K. Akhtar, "Impact of Capital Structure on Firms Financial Performance and Shareholders Wealth: Textile Sector of Pakistan," *Int. J. Learn. Dev.*, vol. 4, no. 2, p. 27, Apr. 2014, doi: 10.5296/ijld.v4i2.5511.
- [24] F. H. B. Zraiq, M. A. A., & Fadzil, "The Impact of Nomination and Remuneration Committee on Corporate Financial Performance," *Acad. Account. Financ. Stud. J.*, vol. 22, no. 3, 2018.
- [25] L. Jooste, "Cash flow ratios as a yardstick for evaluating financial performance in African businesses," *Manag. Financ.*, vol. 32, no. 7, pp. 569–576, Jul. 2006, doi: 10.1108/03074350610671566.
- [26] J. F. Ramaswamy, K.P., & Waegelein, "Firm Financial Performance Following Mergers. Review of Quantitative Finance and Accounting 20," vol. 20, pp. 115–126, 2003.
- [27] A. Belkaoui, "ACCRUAL ACCOUNTING AND CASH ACCOUNTING: RELATIVE MERITS OF DERIVED ACCOUNTING INDICATOR NUMBERS," *J. Bus. Financ. Account.*, vol. 10, no. 2, pp. 299–312, Jun. 1983, doi: 10.1111/j.1468-5957.1983.tb00430.x.
- [28] D. Kliger and A. Kudryavtsev, "The Availability Heuristic and Investors' Reaction to Company-Specific Events," *J. Behav. Financ.*, vol. 11, no. 1, pp. 50–65, Mar. 2010, doi: 10.1080/15427561003591116.
- [29] & S. Nugraha, C, H, A., "Abnormal Return and Trading Volume Activity Before and After Presidential Election 2019," *Media Ekon. dan Manaj.*, vol. 34, no. 2, pp. 229–241, 2019.
- [30] A. Bouteska, "The effect of investor sentiment on market reactions to financial earnings restatements: Lessons from the United States," *J. Behav. Exp. Financ.*, vol. 24, p. 100241, Dec. 2019, doi: 10.1016/j.jbef.2019.100241.
- [31] A. A. Al-Qudah and A. Houcine, "Stock markets' reaction to COVID-19: evidence from the six WHO regions," *J. Econ. Stud.*, vol. ahead-of-p, no. ahead-of-print, Feb. 2021, doi: 10.1108/JES-09-2020-0477.
- [32] F. Alshubiri, "The financial competition, concentration and structure of financial performance nexus in the financial sector of Oman," *Econ. Chang. Restruct.*, Mar. 2021, doi: 10.1007/s10644-021-09326-8.
- [33] M. Ayaz, S. Mohamed Zabri, and K. Ahmad, "An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: evidence from Malaysia,"

- Manag. Financ.*, vol. 47, no. 8, pp. 1107–1127, Jul. 2021, doi: 10.1108/MF-11-2019-0586.
- [34] P. M. Dechow, R. G. Sloan, and J. Zha, “Stock Prices and Earnings: A History of Research,” *Annu. Rev. Financ. Econ.*, vol. 6, no. 1, pp. 343–363, Dec. 2014, doi: 10.1146/annurev-financial-110613-034522.
- [35] M. Rossi and A. Gunardi, “Efficient Market Hypothesis And Stock Market Anomalies: Empirical Evidence In Four European Countries,” *J. Appl. Bus. Res.*, vol. 34, no. 1, pp. 183–192, Feb. 2018, doi: 10.19030/jabr.v34i1.10111.
- [36] E. F. Fama, “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work,” *J. Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383–417, 1970.
- [37] A. M. Syed and I. A. Bajwa, “Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency – the case of Saudi Arabia,” *Int. J. Islam. Middle East. Financ. Manag.*, vol. 11, no. 3, pp. 416–431, Aug. 2018, doi: 10.1108/IMEFM-02-2017-0044.
- [38] R. Dias, P. Heliodoro, N. Teixeira, and T. Godinho, “Testing the Weak Form of Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence from Equity Markets,” *Int. J. Accounting, Financ. Risk Manag.*, vol. 5, no. 1, p. 40, 2020, doi: 10.11648/j.ijafrm.20200501.14.
- [39] B. Fong, “Analysing the behavioural finance impact of ‘fake news’ phenomena on financial markets: a representative agent model and empirical validation,” *Financ. Innov.*, vol. 7, no. 1, p. 53, Dec. 2021, doi: 10.1186/s40854-021-00271-z.
- [40] S. Suhadak, K. Kurniaty, S. R. Handayani, and S. M. Rahayu, “Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value,” *Asian J. Account. Res.*, vol. 4, no. 1, pp. 18–34, Aug. 2019, doi: 10.1108/AJAR-07-2018-0021.
- [41] G. Constantinou, A. Karali, and G. Papanastasopoulos, “Asset growth and the cross-section of stock returns: evidence from Greek listed firms,” *Manag. Decis.*, vol. 55, no. 5, pp. 826–841, Jun. 2017, doi: 10.1108/MD-05-2016-0344.
- [42] D. Setianingrum, P. H., & Prastuti, “Companies Financial Performance as a Signal for Investor in Predicting Stock Price, with Macroeconomics Variable as Control Variable,” *Bus. Manag. Res.*, vol. 132, pp. 7–11, 2020.
- [43] G. Iatridis, “International Financial Reporting Standards and the quality of

- financial statement information,” *Int. Rev. Financ. Anal.*, vol. 19, no. 3, pp. 193–204, Jun. 2010, doi: 10.1016/j.irfa.2010.02.004.
- [44] U. A. Mustapha, N. Rashid, H. Bala, and H. Musa, “Corporate Governance and Financial Performance of Nigeria Listed Banks,” *J. Adv. Res. Dyn. Control Syst.*, vol. 12, no. 1, pp. 5–10, Jan. 2020, doi: 10.5373/JARDCS/V12I1/20201002.
- [45] A. Tudor, A. T., & Mutiu, “Cash Versus Accrual Accounting in Public Sector,” *Stud. Univ. Babeş Bolyai Oeconomica*, 1990.
- [46] I. Saleh and N. Alghusain, “Disclosure of Financial Statements and Its Effect on Investor’s Decision Making in Jordanian Commercial Banks,” *Int. J. Econ. Financ.*, vol. 10, no. 2, p. 20, Jan. 2018, doi: 10.5539/ijef.v10n2p20.
- [47] E. S. Vieira, M. E. Neves, and A. G. Dias, “Determinants of Portuguese firms’ financial performance: panel data evidence,” *Int. J. Product. Perform. Manag.*, vol. 68, no. 7, pp. 1323–1342, Sep. 2019, doi: 10.1108/IJPPM-06-2018-0210.
- [48] Y. Liu, S. Saleem, R. Shabbir, M. S. Shabbir, A. Irshad, and S. Khan, “The relationship between corporate social responsibility and financial performance: a moderate role of fintech technology,” *Environ. Sci. Pollut. Res.*, vol. 28, no. 16, pp. 20174–20187, Apr. 2021, doi: 10.1007/s11356-020-11822-9.
- [49] S. U. Din, M. Arshad Khan, M. J. Khan, and M. Y. Khan, “Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis,” *Int. J. Emerg. Mark.*, vol. ahead-of-p, no. ahead-of-print, Feb. 2021, doi: 10.1108/IJOEM-03-2019-0220.
- [50] K. R. Manokaran, S. Ramakrishnan, S. S. Hishan, and K. Soehod, “The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from Insurance firms,” *Manag. Sci. Lett.*, pp. 913–932, 2018, doi: 10.5267/j.msl.2018.6.016.
- [51] R. A. Dey, R. K., Hossain, S. Z., & Rahman, “Effect of Corporate Financial Leverage on Financial Performance: A Study on Publicly Traded Manufacturing Companies in Bangladesh,” *Asian Soc. Sci.*, vol. 14, no. 12, pp. 124–133, 2018.
- [52] A. Vafaei, K. Ahmed, and P. Mather, “Board Diversity and Financial Performance in the Top 500 Australian Firms,” *Aust. Account. Rev.*, vol. 25, no. 4, pp. 413–427, Dec. 2015, doi: 10.1111/auar.12068.

- [53] R. M. Ary Putri, H. Paramu, and I. N. Awwaliyah, "Financial Distress Prediction in Substructure, Utility and Transportation Sub Sector Service in Indonesia," *J. Manag. Bus.*, vol. 19, no. 2, Sep. 2020, doi: 10.24123/jmb.v19i2.451.
- [54] H. Ananda, R. R., Nawir, J., & Siti, "Analysis Abnormal Return Eid Al-Fitr on Food and Beverages Company Listed In Indonesia Stock Exchange Year 2013–2017," *J. Econ. Business, Gov. Challenges*, vol. 2, no. 1, pp. 79–85, 2019.
- [55] Z. Zainudin, Z. M. Zaki, A. R. A. Hadi, H. I. Hussain, and M. H. Kantakji, "Investor Sentiment and Firm Financial Performance of Malaysian IPO Firms: Pre and Post Financial Crisis," *Int. J. Financ. Res.*, vol. 10, no. 5, p. 450, Jun. 2019, doi: 10.5430/ijfr.v10n5p450.
- [56] R. Daromes, F. E., & Jao, "Peran Mediasi Kinerja Keuangan Pada Pengaruh Dewan Direksi Terhadap Reaksi Investor," *J. Akunt.*, vol. 10, no. 1, pp. 77–92, 2020.
- [57] F. Y. Nawangsari and I. Iswajuni, "The effects of auditor switching towards abnormal return in manufacturing company," *Asian J. Account. Res.*, vol. 4, no. 1, pp. 157–168, Aug. 2019, doi: 10.1108/AJAR-05-2019-0040.
- [58] E. Brandon-Jones, M. Dutordoir, J. Q. Frota Neto, and B. Squire, "The impact of reshoring decisions on shareholder wealth," *J. Oper. Manag.*, vol. 49–51, no. 1, pp. 31–36, Mar. 2017, doi: 10.1016/j.jom.2016.12.002.
- [59] E. Handayani, "Abnormal return of Indonesian banking shares in the time of COVID 19," *Int. J. Res. Bus. Soc. Sci. (2147- 4478)*, vol. 9, no. 7, pp. 108–114, Dec. 2020, doi: 10.20525/ijrbs.v9i7.964.
- [60] P. Ball, R. and Brown, "An empirical evaluation of accounting income numbers," *J. Account. Res.*, vol. 6, no. 2, pp. 159–178, 1968.
- [61] V. Wohlgemuth, E. S. C. Berger, and M. Wenzel, "More than just financial performance: Trusting investors in social trading," *J. Bus. Res.*, vol. 69, no. 11, pp. 4970–4974, Nov. 2016, doi: 10.1016/j.jbusres.2016.04.061.
- [62] J. J. Beaver, W. and Demski, "The nature of income measurement.," *Account. Rev.*, vol. 54, no. 1, pp. 38–46, 1979.
- [63] Y. K. Kwon, "Accrual versus cash-basis accounting methods: An agency-theoretic comparison," *J. Account. Public Policy*, vol. 8, no. 4, pp. 267–281, Dec. 1989, doi: 10.1108/AJAR-05-2019-0040.

- 10.1016/0278-4254(89)90015-X.
- [64] A. Dakhli, “Does financial performance moderate the relationship between board attributes and corporate social responsibility in French firms?,” *J. Glob. Responsib.*, vol. 12, no. 4, pp. 373–399, Nov. 2021, doi: 10.1108/JGR-02-2021-0016.
- [65] B. Klingenberg, R. Timberlake, T. G. Geurts, and R. J. Brown, “The relationship of operational innovation and financial performance—A critical perspective,” *Int. J. Prod. Econ.*, vol. 142, no. 2, pp. 317–323, Apr. 2013, doi: 10.1016/j.ijpe.2012.12.001.
- [66] I. . Husna, A., & Satria, “Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value.,” *Int. J. Econ. Financ. Issues*, vol. 9, no. 5, pp. 50–54, 2019.
- [67] N. Yalcin, A. Bayrakdaroglu, and C. Kahraman, “Application of fuzzy multi-criteria decision making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries,” *Expert Syst. Appl.*, vol. 39, no. 1, pp. 350–364, Jan. 2012, doi: 10.1016/j.eswa.2011.07.024.
- [68] I. K. W. Gunadi, Gd. G., dan Kesuma, “Pengaruh ROA, DER, EPS Terhadap Return Saham Perusahaan Food and Beverage BEI,” *E-Jurnal Manaj. Unud*, vol. 4, no. 6, pp. 1636–1647, 2015.
- [69] N. S., “The Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Firms: Evidence From Borsa Istanbul,” *J. Bus. Financ. Aff.*, vol. 5, no. 2, 2016, doi: 10.4172/2167-0234.1000173.
- [70] G. Van der Laan, H. Van Ees, and A. Van Witteloostuijn, “Corporate Social and Financial Performance: An Extended Stakeholder Theory, and Empirical Test with Accounting Measures,” *J. Bus. Ethics*, vol. 79, no. 3, pp. 299–310, May 2008, doi: 10.1007/s10551-007-9398-0.
- [71] C. D. Sabău-Popa, L. Rus, D. S. Gherai, C. Mare, and I. G. Țara, “Study on Companies from the Energy Sector from the Perspective of Performance through the Operating Cash Flow,” *Energies*, vol. 14, no. 12, p. 3667, Jun. 2021, doi: 10.3390/en14123667.
- [72] L. Agustina, Y. Gunawan, and W. Chandra, “The Impact of Tax Amnesty Announcement towards Share Performance and Market Reaction in Indonesia,” *Account. Financ. Res.*, vol. 7, no. 2, p. 39, Jan. 2018, doi: 10.5430/afr.v7n2p39.
- [73] R. and W. W. L. Hays, *Statistics*, 5th ed., New York: Holt, “Statistics, 5th

- ed.,” 1994.
- [74] S. G. Kwak and J. H. Kim, “Central limit theorem: the cornerstone of modern statistics,” *Korean J. Anesthesiol.*, vol. 70, no. 2, p. 144, 2017, doi: 10.4097/kjae.2017.70.2.144.
- [75] W. Pik Har and M. Afif. Abdul Ghafar, “The Impact of Accounting Earnings on Stock Returns: The Case of Malaysia’s Plantation Industry,” *Int. J. Bus. Manag.*, vol. 10, no. 4, Mar. 2015, doi: 10.5539/ijbm.v10n4p155.
- [76] J. E. Kenneth, A. C., Chinedu, E. F., Andrew, N. I., & Sarah, “Accounting Information and Stock Price: Empirical Evidence from Quoted Manufacturing Firms in Nigeria.,” *Int. J. Progress. Sci. Technol.*, vol. 28, no. 2, pp. 230–244, 2021, doi: <http://dx.doi.org/10.52155/ijpsat.v28.2.3553>.
- [77] G. O. Pahala, I., Jaya, T. E., & Meilisa, “Pengaruh Perbedaan Laba Akuntansi Dan Laba Fiskal Serta Roa Terhadap Cumulative Abnormal Return Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2009,” *J. Ilm. Econosains*, vol. 10, no. 2, pp. 170–192, 2017, doi: <https://doi.org/10.21009/econosains.0102.0>.
- [78] M. Maulidina, S., Paramita, R. W. D., & Mudhofar, “Pengaruh Informasi Laba Akuntansi Terhadap Cumulative Abnormal Return, Strategi Peningkatan Mutu Perguruan Tinggi di Era Revolusi Industri,” vol. 4, no. 1, pp. 75–79, 2018.
- [79] Y. S. Hsu, A. C., Lin, S. H., Chen, C. H., & Liang, “No Title,” *Int. J. Organ. Innov.*, vol. 12, no. 2, pp. 285–298, 2019.
- [80] E. Arik and E. Mutlu, “Post–Initial Public Offering Operating Performance and Its Determinants: Initial Public Offering Characteristics and Corporate Governance Practices,” *Emerg. Mark. Financ. Trade*, vol. 51, no. sup2, pp. S62–S83, Mar. 2015, doi: 10.1080/1540496X.2014.998943.
- [81] S. Haryanto, “Identifikasi Ekspektasi Investor melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan GCPI,” *J. Din. Manaj.*, vol. 5, no. 2, pp. 183–199, 2014.
- [82] M. Amalia, R., Arfan, M., & Shabri, “Pengaruh Laba, Pengungkapan Corporate Social Responsibility, Dan Profitabilitas Terhadap Abnormal Return Saham,” *J. Akunt.*, vol. 3, no. 1, pp. 124–132, 2014.
- [83] M. Brauer and M. Zimmermann, “Investor Response to Workforce Downsizing: The Influence of Industry

Waves, Macroeconomic Outlook, and Firm Performance,” *J. Manage.*, vol. 45, no. 5, pp. 1775–1801, May 2019, doi: 10.1177/0149206317734901.