

'Pengaruh *Earnings Management* terhadap *Stock Returns* pada Perusahaan LQ45

Desy Arisandi Halim dan Adwin Surja Atmadja
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: aplin@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh antara *earnings management* terhadap *stock returns*. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan data sekunder yang didapat dari laporan keuangan perusahaan. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam perusahaan LQ45 selama 6 tahun berturut-turut dari tahun 2010 sampai 2015.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi panel data dengan menggunakan *software* STATA dalam menguji hubungan antar variabel. Penelitian ini juga menggunakan *software* IBM SPSS Statistics 23 dalam menentukan koefisien dalam perhitungan *discretionary accruals* (proksi *earnings management*) dari *modified Jones model*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan adanya hubungan negatif dan signifikan antara *earnings management* dengan *stock returns*.

Kata Kunci : *Earnings Management, Discretionary Accruals, Stock Returns, Cummulative Abnormal Returns*

ABSTRACT

The purpose of this research was to find the relationship of earnings management and the stock return. This study used a quantitative method with secondary data taken from the firms' annual reports. The sample of this study was the companies that listed in Indonesia stock market index, LQ45, for 6 years from 2010 until 2015. The analytical technique was used panel data regression with software STATA to test the relationship among variables. This study also used IBM SPSS Statistics 23 to determine the coefficient for discretionary accruals (the proxy of earnings management) from modified Jones model. The outcome from this study showed that there was no relationship between earnings management and stock returns.

Keywords : Earnings Management, Discretionary Accruals, Stock Returns, Cummulative Abnormal Returns

PENDAHULUAN

Praktik manajemen laba (*earnings management* atau EM) seringkali diterapkan dalam perusahaan-perusahaan di seluruh dunia. Sebagai contoh, hasil survei yang dilakukan oleh *CFO Magazine* pada tahun 1998 menunjukkan bahwa 78% responden telah diminta untuk membuat laba menjadi lebih bagus dengan ketentuan tetap menggunakan kebijakan akuntansi (GAAP), tetapi hanya 50% diantaranya yang mematuhi persyaratan tersebut. Survei tersebut juga menunjukkan bahwa 45% CFO yang menjadi responden diminta untuk merekayasa kinerja keuangan perusahaan oleh eksekutif lain yang lebih senior, dan 38% diantaranya mengabaikan permintaan tersebut (Luippold, 2009).

Tidak hanya di negara-negara maju, EM juga banyak dilakukan di negara-negara berkembang, termasuk Indonesia. Beberapa kasus tentang penerapan EM di Indonesia bahkan cenderung berlebihan dan menjurus pada praktik kecurangan atau *fraud*. Sebagai contoh, PT Kimia Farma Tbk terbukti melakukan manajemen laba yang berlebihan dalam upaya memperbaiki kinerja perusahaannya dengan melaporkan laba bersih yang lebih besar dari yang seharusnya (*overstated*) pada tahun 2001 (Bapepam, 2002).

Penerapan EM ini akan membuat informasi yang ada dalam laporan keuangan menjadi tidak akurat karena tidak merefleksikan kinerja perusahaan sesungguhnya melainkan merefleksikan kinerja perusahaan yang sesuai dengan apa yang manajer inginkan. Padahal informasi

yang ada dalam laporan keuangan tersebut sangat dibutuhkan oleh investor sebagai bahan pertimbangan untuk proses pengambilan keputusan investasi agar mendapatkan pengembalian investasi dari saham (*stock return* atau SR) yang tinggi. Informasi dalam laporan keuangan yang tidak dapat diandalkan karena adanya praktik EM ini akan membuat kualitas laba perusahaan menjadi menurun (Lo, 2008). Kualitas laba yang rendah cenderung mendapatkan reaksi negatif dari investor, sehingga menurunkan nilai saham. Apabila harga saham turun akibat praktik EM ini maka *stock returns* yang didapatkan oleh investor pun juga akan menurun.

Beberapa penelitian mengenai hubungan *earnings management* dengan *stock returns* menunjukkan praktik EM memiliki pengaruh negatif terhadap *stock returns* (Nuryaman, 2013; Teoh, Welch, dan Wong, 1998; Wu, Lin, dan Fang, 2012; Aboody, Hughes, dan Liu, 2003; Koerniadi dan Tourani-Rad, 2008). Penelitian Aflatooni dan Nikbakht (2009) menunjukkan bahwa semakin tingginya EM juga akan membuat *long-run stock returns* perusahaan semakin menurun.

Di sisi lain, tidak semua praktik EM yang diterapkan direaksi negatif oleh para investor. Scott (2003) menyatakan bahwa praktik EM dapat membantu perusahaan dalam mengantisipasi kejadian tidak terduga dengan memilih kebijakan akuntansi yang dianggap dapat memaksimalkan kinerja perusahaan. EM juga cenderung dilakukan untuk membuat laba menjadi tinggi agar tujuan perusahaan untuk mencapai target laba terpenuhi (Sayari, Mraih, Finet, dan Omri, 2013). Subramanyam (1996); Sayari, et.al. (2013); Uswati dan Mayangsari (2012); dan Li, Xin (2012) menunjukkan bahwa adanya praktik EM akan dapat meningkatkan *stock returns* karena EM yang dilakukan merefleksikan sebuah informasi mengenai potensi kinerja perusahaan yang baik yang akan didapat di masa mendatang. Studi mengenai praktik EM yang secara positif dapat mengurangi tingkat volatilitas dari nilai pasar sehingga dapat menstabilkan *return* yang akan didapat oleh investor juga didukung oleh studi dari Moyer dan Shevlin (1995); Louis (2003); Zhou (2003).

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu tersebut, dapat dilihat bahwa adanya ketidak konsistenan dalam hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai hubungan EM dan *stock returns*. Hal tersebut memotivasi dilakukannya penelitian mengenai hubungan

antara EM terhadap *stock returns* untuk membuktikan bahwa adanya pengaruh antara praktik EM terhadap *stock returns* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Penelitian ini juga akan mengikutsertakan variabel kontrol *firm size*, *firm leverage*, dan *firm performance* untuk melihat apakah terdapat pengaruhnya terhadap *stock returns*. Obyek penelitian adalah perusahaan terbuka (*listed companies*) di Indonesia yang termasuk dalam kelompok saham LQ45 dengan periode observasi dari tahun 2010 sampai 2015.

Konsep Akrua

Konsep pengakuan dalam akuntansi ada dua yaitu *accrual basis* dan *cash basis*. Konsep akrual ini membuat peluang dilakukannya *earnings management* menjadi besar (Wahyuningsih, 2007) karena akrual dapat merefleksikan perbedaan antara laba akuntansi dan *cash flow* perusahaan (Chan, Chan, Jegadeesh, dan Lakonishok, 2004).

Akrual dibedakan menjadi dua yaitu *non-discretionary accruals*, yang merupakan pengakuan transaksi secara *accruals* yang berdasarkan kebijakan akuntansi yang berlaku umum; dan *discretionary accruals*, yang merupakan pengakuan transaksi secara *accruals* yang kebijakannya ditentukan oleh manajer. EM seringkali berfokus pada manajemen penggunaan *discretionary accruals* (Dechow, Sloan, dan Sweeney, 1995) karena mencerminkan informasi privat yang diberikan oleh manajer untuk mencerminkan kondisi suatu perusahaan, sehingga memungkinkan manajer untuk terlibat dalam pelaporan yang *opportunistic* untuk memaksimalkan utilitasnya sendiri (Subramanyam, 1996). Gill, et. al. (2013) menyatakan bahwa EM dilakukan dengan cara mempengaruhi total *discretionary accruals* dan total akrual.

Earnings Management

Levit (1998) mendefinisikan EM sebagai area dimana akuntansi dibuat sesat, manajer mengambil jalan pintas, dan laporan keuangan lebih merefleksikan keinginan manajemen dibanding merefleksikan kinerja keuangan perusahaan. Sedangkan menurut Scott (2003), EM adalah pemilihan kebijakan akuntansi (akrual) oleh manajer berupa tindakan yang riil, yang dilakukan untuk mempengaruhi laba agar tercapai tujuan pelaporan keuangan tertentu. Menurut Ortega dan Grant (2003) mengatakan bahwa EM menggunakan fleksibilitas dalam pelaporan

keuangan untuk mengubah hasil finansial dari perusahaan.

Dari pengertian-pengertian tersebut, dapat disimpulkan bahwa EM adalah pemilihan kebijakan akuntansi yang menyediakan fleksibilitas bagi manajer untuk mempengaruhi laba perusahaan dalam pelaporan keuangan dengan tujuan yang merefleksikan keinginan manajemen.

Stock Returns dan Abnormal Returns

Investasi pada saham perusahaan tidak akan lepas dari istilah *stock returns* karena *stock returns* merupakan hasil yang didapat dari investasi (Elton et. al., 2011), khususnya investasi pada saham. Semakin tinggi harga saham perusahaan, akan semakin tinggi pula *returns* yang didapat oleh investor. *Returns* dibagi menjadi dua yaitu *real returns* dan *expected returns* (Elton et.al., 2011). *Real returns* yang sama dengan *expected returns* menandakan bahwa *returns* yang diharapkan sama dengan *returns* yang didapatkan. Sedangkan *real returns* yang berbeda dengan *expected returns* akan menimbulkan adanya *abnormal returns* (Barber dan Lyon, 1997). *Abnormal returns* bisa terjadi karena terdapat reaksi yang berbeda dari pasar atas pengumuman laba perusahaan (Jogiyanto, 2003). Perbedaan reaksi tersebut biasanya dipengaruhi oleh kandungan informasi ketika laba diumumkan. Apabila pengumuman laba perusahaan tidak mengandung informasi tertentu, maka *real return* akan sama dengan *expected returns* tetapi sebaliknya apabila mengandung informasi tertentu maka akan terdapat *abnormal returns*. Tingkat *returns* yang tinggi tersebut diikuti pula oleh resiko yang tinggi. Sehingga sering kali investasi pada saham ini sering disebut investasi yang *high-risk* dan *high-returns* (Sundjaja dan Barlian, 2003).

Karakteristik Spesifik Perusahaan yang Mempengaruhi Reaksi Investor

Karakteristik pertama yaitu *firm size*. *Firm size* atau ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang biasa dilihat dari total aktiva perusahaan maupun jumlah penjualan perusahaan. Perusahaan yang berskala besar akan menunjukkan nilai aktiva maupun nilai penjualan yang lebih besar dibanding dengan perusahaan yang berskala kecil. *Firm size* yang besar akan mendapat nilai lebih di mata investor karena perusahaan telah membuktikan kinerjanya sehingga dapat

mengembangkan aktiva (Wahyuningsih, 2007).

Karakteristik yang kedua adalah *firms leverage*. *Firms leverage* atau sering dikenal dengan *solvability ratio* merupakan pengukuran resiko kebangkrutan perusahaan. Investor tentu saja akan mempertimbangkan peluang terjadinya kebangkrutan pada calon perusahaan yang akan ditanamkan modalnya. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, akan semakin tinggi pula resiko yang akan dialami.

Karakteristik yang ketiga adalah *firms performance*. *Firms performance* merupakan pengukuran tingkat keberhasilan kinerja perusahaan. Selain memperhatikan resiko kebangkrutan dari sebuah perusahaan, investor juga tentunya akan mengikutsertakan kinerja perusahaan dalam bahan pertimbangannya dalam pengambilan keputusan investasinya. Kinerja perusahaan ini merupakan faktor utama yang dapat menunjukkan kepada investor seberapa besar *returns* yang akan didapat nantinya karena peningkatan harga saham suatu perusahaan tergantung dari kinerjanya.

Pengaruh Earnings Management terhadap Stock Returns

Konflik yang terjadi antara *agent* dengan *principals* disebabkan karena kedua belah pihak memiliki dorongan untuk mementingkan kepentingannya masing-masing. Manajer yang mana sebagai pihak *agent* yang diberi tanggung jawab oleh pemegang saham (*principals*) untuk mengelola perusahaan agar dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham, memiliki kecenderungan untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya atas biaya pihak lain (Puspita, 2017). Dalam memperoleh keuntungan tersebut, manajer akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memajemen laporan keuangan perusahaan agar dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Campur tangan manajer dalam memajemen laporan keuangan atau yang sering dikenal dengan *earnings management* ini dilakukan untuk membuat laba perusahaan menjadi tinggi sehingga dinilai baik oleh calon investor atau pemegang saham. Laba perusahaan yang tinggi merupakan sinyal yang baik bagi para calon investor sehingga akan direspon positif. Akan tetapi, laba perusahaan yang tinggi akibat praktik *earnings management* bukan merupakan sebuah sinyal yang baik sehingga

akan timbul reaksi investor yang bias. Hal ini disebabkan karena informasi yang disampaikan bukan merupakan informasi yang merefleksikan kinerja perusahaan yang sesungguhnya sehingga pengambilan keputusan para calon investor akan menjadi tidak tepat karena tidak dapat menilai resiko dan *return* dengan benar atas dana yang akan diinvestasikannya. Oleh karena itu, adanya *earnings management* ini cenderung akan direaksi negatif oleh para investor.

Dalam mendeteksi ada tidaknya kandungan informasi dalam pelaporan laba, seringkali digunakan *abnormal returns* (Jogiyanto, 2003). Apabila kandungan informasi tersebut mengandung adanya praktik *earnings management* maka akan direaksi negatif oleh investor dan akan mengakibatkan adanya penurunan *abnormal returns* karena resiko yang akan dihadapi oleh perusahaan yang melakukan *earnings management* sangatlah tinggi. Oleh karena itu, investor akan cenderung menghindari untuk berinvestasi pada perusahaan yang melakukan *earnings management* sehingga bereaksi negatif.

Hasil penelitian dari Frijns, Margaritis, dan Psillaki (2012); Handayani (2009); Thariq (2009) menunjukkan hal yang sama. Dalam penelitian tersebut ditemukan adanya hubungan negatif antara *earnings management* dengan *stock returns* yang berarti adanya *earnings management* suatu perusahaan akan membuat *stock returns* menjadi turun.

Berdasarkan telaah literatur, maka dapat dihipotesiskan:

H1: *Earnings management* berpengaruh negatif terhadap *stock returns* perusahaan LQ45.

Pengaruh Firm Size terhadap Stock Returns

Firm size atau ukuran perusahaan akan menentukan seberapa besar *stock returns* yang akan didapat oleh investor. Perusahaan yang berskala besar cenderung akan lebih diperhatikan oleh publik dan dijadikan objek pengamatan (Wahyuningsih, 2007). Hal tersebut menandakan bahwa perusahaan yang berskala besar lebih mendapatkan kepercayaan dari publik karena ukuran perusahaan yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mengelola aktivitya dengan benar sehingga dapat terus berkembang. Dengan begitu berinvestasi pada perusahaan yang berskala besar akan mendapatkan keuntungan (*stock returns*) yang

lebih stabil dibanding dengan perusahaan yang berskala kecil (Solechan, 2009). Hal tersebut didukung oleh penelitian dari Mazviona dan Nyangara (2014); Herrera and Lockwood (1994) yang menemukan bahwa adanya hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan *stock return*. Berbeda dengan pendapat dari Wong (1989) yang menyatakan bahwa perusahaan yang berskala kecil lebih memiliki peluang untuk bertumbuh sehingga akan menunjukkan kinerja yang semakin baik agar dapat menaikkan nilai perusahaannya. Dengan begitu, harga saham perusahaan yang berskala kecil akan kian meningkat sehingga dapat menghasilkan *stock returns* yang meningkat pula. Hal ini didukung oleh hasil penelitian dari Farhan dan Sharif (2015); Levis (1985); Mills dan Jordanov (2000); Wahlroos dan Berblund (1986); Elfakhani (1998).

Berdasarkan telaah literatur, maka dapat dihipotesiskan:

H2: *Firm Size* berpengaruh terhadap *stock returns*.

Pengaruh Firm Leverage terhadap Stock Returns

Leverage merupakan pengukuran kemungkinan resiko kebangkrutan yang dialami perusahaan. Perusahaan yang memiliki resiko kebangkrutan yang tinggi akan cenderung dihindari oleh para investor. Umumnya resiko kebangkrutan ditandai dengan adanya komposisi pendanaan perusahaan lebih didominasi oleh hutang dibanding dengan modal (Weston, 1986). Hutang yang lebih banyak dibanding dengan modal akan membuat perusahaan susah dalam melunasi hutang-hutangnya sehingga kemungkinan untuk bangkrut juga tinggi. Hal ini didukung oleh penelitian dari Muradoglu dan Sivaprasad (2008) yang menguji hubungan *leverage* dan *stock return* dan menemukan adanya hubungan antara kedua variabel tersebut. *Leverage* terbukti memiliki peran yang penting dalam menjelaskan *stock return*. Akan tetapi hubungan mereka tidaklah positif.

Berdasarkan telaah literatur, maka dapat dihipotesiskan:

H3: *Firm Leverage* berpengaruh negatif terhadap *stock returns*.

Pengaruh Firm Performance terhadap Stock Returns

Dalam menilai sebuah perusahaan, selain memperhatikan kondisi pasar, investor juga mempertimbangkan *firm performance*. Investor akan lebih memilih perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi karena laba yang tinggi akan membuat deviden yang akan investor dapatkan juga menjadi tinggi. Semakin tinggi deviden yang perusahaan janjikan pada para investor, akan membuat nilai perusahaan semakin tinggi pula di pasar modal sehingga akan banyak investor lain yang tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Dengan begitu harga saham perusahaan akan naik karena banyaknya investor yang berminat untuk berinvestasi pada perusahaan yang menunjukkan kinerja perusahaan yang baik sehingga dapat menghasilkan deviden yang besar pula. Harga saham yang naik akan meningkatkan *returns* para investor. Oleh karena itu, *firm performance* yang cenderung naik setiap periode akan semakin direspon positif oleh investor karena hal tersebut menandakan bahwa perusahaan memiliki prospek usaha yang bagus dan memiliki kemampuan untuk bertumbuh sehingga *stock returns* juga akan terus bertumbuh. Hasil penelitian Widodo (2007); Rahmawati (2016) yang menggunakan *return on equity* sebagai salah satu pengukuran *firm performance* dalam melihat hubungannya dengan *stock returns*, menunjukkan adanya hubungan yang positif antara *return on equity* dengan *stock returns*. Hal ini menandakan bahwa peningkatan *return on equity* akan diikuti pula oleh peningkatan *stock returns*.

Berdasarkan telaah literatur, maka dapat dihipotesiskan:

H4: *Firm Performance* berpengaruh positif terhadap *stock returns*.

METODE PENELITIAN

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *earnings management* dengan variabel dependen adalah *stock returns*. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu *firm size*, *firm leverage*, dan *firm performance*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

1. *Earnings management*

Dalam penelitian ini, *modified Jones model* diprosikan dengan *discretionary accruals*, dan dengan langkah perhitungan

sebagai berikut (Dechow, Sloan, dan Sweeney, 1995):

a. Menghitung total akrual dengan rumus:

$$\text{Total Accrual (TA)} = \text{Net Income} - \text{Cash Flow form Operation}$$

b. Meregresikan hasil total akrual tersebut ke dalam rumus menurut *modified Jones model*:

$$\frac{TAC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Sales_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{FA_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

Dimana:

TAC_t = total accruals of the firms

periode t-1

TA_{t-1} = total assets of the firms

periode t

$\Delta Sales_t$ = change in net sales periode t

FA_t = total fixed assets periode t

α = parameter specific company

c. Menghitung *Non-Discretionary Accruals* dengan rumus:

$$NDTAC_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Sales_t - \Delta AR_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{FA_t}{TA_{t-1}} \right)$$

Dimana:

$NDTAC_t$ = non-discretionary accruals

TA_{t-1} = total assets of the firms

periode t

$\Delta Sales_t$ = change in net sales periode t

ΔAR_t = change in net account

receivable periode t

FA_t = total fixed assets periode t

α = parameter specific company

d. Menghitung *Discretionary Accruals* dengan rumus:

$$DA = \frac{TAC_t}{TA_{t-1}} - NDTAC_t$$

Dimana:

DA = discretionary accruals

TAC_t = total accruals of the firms

periodet-1

TA_{t-1} = total assets of the firms

periode t

$NDTAC_t$ = non-discretionary accruals

2. *Stock Returns*

Untuk melihat apakah ada tidaknya kandungan informasi pada pengumuman laba, akan digunakan *cummulative abnormal returns*, yang merupakan penjumlahan dari

abnormal returns, untuk melihat reaksi pasar atas kandungan informasi yang ada tersebut. Perhitungan *abnormal returns* dilakukan melalui tahap-tahap berikut:

a. Menghitung *real returns* dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana:

R_{it} = *real returns* perusahaan i

hari t

P_{it} = harga saham perusahaan i

hari t

P_{it-1} = harga saham perusahaan i hari t-1

b. Menghitung *expected returns* dengan menggunakan model *market adjusted model* dengan rumus:

$$E(R_{it}) = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Dimana:

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

$IHS G_t$ = indeks harga saham gabungan hari

tintersep untuk sekuritas ke-i

$IHS G_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan hari

t-1

c. Menghitung *cummulative abnormal returns* dengan rumus:

$$CAR_{it} = \sum(R_{it} - E(R_{it}))$$

Dimana:

CAR_{it} = *cummulative abnormal*

returns perusahaan i hari t

R_{it} = *real returns* perusahaan i

hari t

$E(R_{it})$ = *expected returns* perusahaan

i hari t

3. *Firm Size*

Dalam penelitian ini *firms size* akan diukur dengan menggunakan rumus:

$$Firm\ size = \log Total\ Assets$$

4. *Firm Leverage*

Pengukuran *firms leverage* akan menggunakan *debt to equity ratio* karena rasio ini paling baik dalam menggambarkan tingkat resiko kebangkrutan sebuah perusahaan. Perusahaan yang pendanaannya lebih banyak melalui hutang akan lebih beresiko untuk mengalami kebangkrutan dibanding dengan perusahaan yang lebih banyak didanai oleh modal. Rumus dari *debt to equity ratio*:

$$D/E\ ratio = \frac{total\ debt}{total\ equity}$$

5. *Firm Performance*

Firms performance dalam penelitian ini akan diukur dengan menggunakan *return on equity* (ROE). Selain menggambarkan profitabilitas perusahaan, ROE juga dapat menggambarkan keefisienan dari operasional perusahaan dan *leverage* perusahaan. Oleh karena itu, ROE ini menggambarkan kinerja perusahaan dari banyak sudut pandang. Rumus dari ROE:

$$ROE = \frac{net\ income}{total\ equity}$$

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif dengan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan dan *bloomberg* serta situs *finance.yahoo.com*. Pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan metode dokumentasi dari laporan keuangan. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam indeks saham LQ45 dari tahun 2010-2015. Penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: (1) Perusahaan masuk dalam indeks saham LQ45 selama enam tahun berturut-turut. (2) Perusahaan telah melakukan *Initial Public Offering* sebelum tahun 2010. (3) Perusahaan memiliki data yang lengkap dan penyajiannya dalam rupiah. (4) Perusahaan bukan merupakan perusahaan yang berasal dari sektor perbankan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Statistik Deskriptif

Agar dapat mengetahui data-data yang digunakan dalam penelitian ini, maka akan dilakukan analisis statistik deskriptif dengan melihat nilai mean, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum. Pada penelitian ini, dilakukan analisis statistik deskriptif sebanyak 2 kali. Jumlah data yang digunakan pada statistik deskriptif yang pertama adalah 108. Lalu dilakukan penghapusan outlier pada perusahaan ASII dan JSMR karena data EM pada dua perusahaan tersebut menunjukkan angka yang menyimpang yaitu 2.47 dan 2.00 sehingga agar hasil tidak bias, outliers ini tidak diikutsertakan.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Sebelum Outliers

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
EM	108	0.221	0.377	0.001	2.473
CAR	108	-0.009	0.096	-0.797	0.134
FIRMSIZE	108	13.431	0.402	12.662	14.390
DER	108	0.821	0.534	0.152	2.353
ROE	108	0.238	0.237	-0.013	1.258

Sumber: Hasil output STATA

Berdasarkan tabel 1, variabel EM memiliki nilai rata-rata sebesar 0.221 yang berarti rata-rata perusahaan dalam penelitian ini tingkat EM-nya tinggi. Nilai terendah dari variabel EM ini adalah sebesar 0.001 yang merupakan nilai dari perusahaan SMGR pada tahun 2010 yang menunjukkan bahwa tingkat SMGR dalam melakukan EM adalah rendah. Nilai tertingginya adalah 2.473 yang merupakan nilai dari perusahaan ASII pada tahun 2013. Hal ini menunjukkan bahwa ASII sangat intens dalam melakukan EM terbukti dari tingginya nilai EM, yang mana jauh dari angka 0. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.377 yang mana merupakan nilai standar deviasi yang lebih besar dibanding CAR dan ROE.

Variabel SR memiliki nilai rata-rata -0.009. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata returns perusahaan dalam penelitian ini lebih kecil daripada returns pasar. Penilaian investor akan suatu perusahaan dinilai terlalu tinggi atau bisa juga dikatakan bahwa kinerja saham perusahaan tidak memenuhi ekspektasi dari investor. Nilai SR terendah adalah perusahaan LSIP pada tahun 2010 yaitu sebesar -0.797 dan nilai tertinggi adalah perusahaan ASRI pada tahun 2012 yaitu sebesar 0.134. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.096 yang merupakan nilai standar deviasi paling rendah dibanding dengan variabel lain.

FIRMSIZE memiliki nilai rata-rata 13.431 atau sebesar 42,618,802,078,450. Nilai terendahnya adalah 12.662 yaitu perusahaan ASRI pada tahun 2010 yang memiliki nilai total aktiva sebesar 4,587,986,472,840 sedangkan nilai tertingginya adalah perusahaan AALI pada tahun 2015 yaitu sebesar 14.390 yang menunjukkan bahwa perusahaan AALI memiliki ukuran paling besar dibanding dengan perusahaan-perusahaan lain yang ada dalam penelitian ini, ditunjukkan dengan nilai aktivasnya sebesar 245,435,000,000,000. Hal ini juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan ASRI pada tahun 2010 yang dilihat dari total aktivasnya jauh lebih kecil dibanding dengan perusahaan AALI pada tahun 2015. Total aktiva perusahaan ASRI setara dengan 1.87% dari total aktiva AALI. Standar deviasi dari variabel ini adalah 0.402 yang merupakan standar deviasi lebih tinggi dibanding dengan

EM, CAR dan ROE dan lebih rendah dari FIRMSIZE.

Variabel DER memiliki nilai rata-rata 0.821. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan dalam penelitian ini komposisi debt-nya setara dengan 82.1% dari equity-nya. Perusahaan LSIP pada tahun 2011 memiliki DER terendah yaitu sebesar 0.152 yang menunjukkan bahwa perusahaan LSIP ini memiliki resiko paling rendah dibanding perusahaan lain ditunjukkan dari nilai debt-nya sebesar 898,435,011,584 yang mana lebih rendah 0,152 kali lipat dari equity-nya yang sebesar 5,893,424,000,000. Perusahaan JSMR pada tahun 2011 memiliki DER tertinggi yaitu 2.353 yang berarti perusahaan JSMR lebih banyak menggunakan pendanaan dari debt daripada equity sehingga resikonya lebih besar. Nilai debt JSMR pada tahun 2011 adalah 14,677,100,607,048 dan nilai equity-nya adalah 6,238,790,339,000. Pendanaan JSMR lebih banyak berasal dari hutang dengan komposisi hutang yang setara dengan 2.353 kali lipat dari modalnya. Standar deviasi variabel ini adalah sebesar 0.534 yang merupakan nilai standar deviasi terbesar.

Variabel ROE memiliki nilai rata-rata 0.238. Perusahaan TLKM dan UNVR memiliki nilai ROE di atas rata-rata secara konsisten selama 6 tahun. Nilai terendah adalah perusahaan UNVR pada tahun 2014 yaitu sebesar -0.013 yang menunjukkan bahwa pada tahun 2014, UNVR kurang efektif dalam mengelola modalnya untuk menghasilkan laba karena menghasilkan kerugian. Sedangkan nilai tertinggi adalah perusahaan JSMR pada tahun 2014 yaitu sebesar 1.258 yang menunjukkan bahwa perusahaan JSMR memiliki laba yang lebih besar dibanding dengan nilai modalnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan JSMR pada tahun 2014 telah sangat efektif dalam mengelola perusahaannya sehingga memperoleh laba yang sangat tinggi. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.237 yang merupakan nilai standar deviasi yang lebih rendah dibanding dengan variabel EM, FIRMSIZE, dan DER dan lebih tinggi dibanding dengan variabel CAR.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Sebelum Outliers

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
EM	96	0.181	0.262	0.001	1.265
CAR	96	-0.008	0.101	-0.797	0.134
FIRMSIZE	96	13.441	0.405	12.662	14.390
DER	96	0.751	0.501	0.153	2.259
ROE	96	0.245	0.250	-0.013	1.258

Sumber: Hasil Olah Data STATA

Berdasarkan tabel 2, variabel EM memiliki nilai rata-rata sebesar 0.181 yang berarti rata-rata tingkat praktik EM pada perusahaan-perusahaan dalam penelitian ini tinggi. Nilai terendah dari variabel EM ini adalah sebesar 0.001 yang merupakan nilai dari perusahaan SMGR pada tahun 2010, sedangkan nilai tertingginya adalah 1.265 yang merupakan nilai dari perusahaan ANTM pada tahun 2013. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat dilakukannya EM dalam perusahaan SMGR pada tahun 2010 tidak tinggi karena jauh di bawah rata-rata, sedangkan untuk perusahaan ANTM pada tahun 2013 sangat intens dalam melakukan EM, ditunjukkan dari tingginya angka discretionary accruals. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.262 yang mana merupakan nilai standar deviasi yang lebih besar dari variabel CAR dan ROE.

Variabel CAR memiliki nilai rata-rata - 0.008 yang berarti rata-rata perusahaan dalam penelitian ini memiliki nilai real returns yang lebih kecil dibanding dengan expected returns-nya. Hal ini menunjukkan bahwa ekspektasi dari pasar akan kinerja saham perusahaan lebih tinggi dibanding dengan riilnya atau dapat dikatakan pula, kinerja saham perusahaan tidak dapat memenuhi ekspektasi dari pasar. Nilai SR terendah adalah perusahaan LSIP pada tahun 2010 yaitu sebesar -0.797 dan nilai tertinggi adalah perusahaan ASRI pada tahun 2012 yaitu sebesar 0.134. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.101 yang merupakan nilai standar deviasi paling rendah dibanding dengan variabel lain, yang menunjukkan bahwa penyimpangan data pada variabel SR ini cenderung kecil.

FIRMSIZE memiliki nilai rata-rata 13.441 atau sebesar 42,618,802,078,450. Nilai terendahnya adalah 12.662 yaitu perusahaan ASRI pada tahun 2010 yang memiliki nilai total aktiva sebesar 4,587,986,472,840 sedangkan nilai tertingginya adalah perusahaan AALI pada tahun 2015 yaitu sebesar 14.390 yang menunjukkan bahwa perusahaan AALI memiliki ukuran paling besar dibanding dengan perusahaan-perusahaan lain yang ada dalam penelitian ini, ditunjukkan dengan nilai aktivasnya sebesar 245,435,000,000,000. Total aktiva perusahaan ASRI setara dengan 1.87% dari total aktiva AALI. Standar deviasi dari variabel ini adalah 0.424 yang merupakan standar deviasi lebih tinggi dibanding dengan

EM, CAR dan ROE, tetapi nilainya di bawah DER.

Variabel DER memiliki nilai rata-rata 0.751 yang berarti rata-rata perusahaan dalam sampel ini memiliki total *debt* setara dengan 75.1% dari nilai *equity*. Perusahaan LSIP pada tahun 2011 memiliki DER terendah yaitu sebesar 0.153 yang menunjukkan bahwa perusahaan LSIP ini memiliki resiko paling rendah dibanding perusahaan lain karena nilai *debt*-nya 898,435,011,584 yang mana lebih rendah dibanding dengan *equity*-nya yang sebesar 5,893,424,000,000. Hal ini menunjukkan bahwa *debt* dari perusahaan LSIP ini hanya setara 15.3% dari total *equity*-nya. Perusahaan UNVR pada tahun 2015 memiliki DER tertinggi yaitu 2.259 yang berarti perusahaan UNVR lebih banyak menggunakan pendanaan dari *debt* daripada *equity* sehingga resikonya lebih besar. Nilai *debt* UNVR pada tahun 2015 adalah 5,893,424,000,000 dan nilai *equity*-nya adalah 4,827,360,000,000. Pendanaan UNVR lebih banyak berasal dari hutang dengan komposisi hutang yang setara dengan 2.259 kali lipat dari modalnya. Hal ini menunjukkan bahwa hutang dari perusahaan ini tidak dapat ditutupi dengan modalnya sehingga membuat perusahaan UNVR ini memiliki resiko yang tinggi. Standar deviasi variabel ini adalah sebesar 0.501 yang merupakan nilai standar deviasi yang terbesar dibanding dengan variabel lain.

Variabel ROE memiliki nilai rata-rata 0.245 yang berarti rata-rata perusahaan dalam penelitian ini mampu menghasilkan 24.5% net income dari pengelolaan *equity*-nya. Nilai terendah adalah perusahaan ANTM pada tahun 2014 yaitu sebesar -0.013 yang menunjukkan bahwa pada tahun 2014, ANTM kurang efektif dalam mengelola modalnya untuk menghasilkan laba karena menghasilkan kerugian. Sedangkan nilai tertinggi adalah perusahaan UNVR pada tahun 2013 yaitu sebesar 1.258 yang menunjukkan bahwa perusahaan UNVR memiliki laba yang lebih besar dibanding dengan nilai modalnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan UNVR pada tahun 2013 telah sangat efektif dalam mengelola perusahaannya sehingga memperoleh laba yang sangat tinggi. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.250 yang merupakan nilai standar deviasi yang lebih rendah dibanding dengan variabel EM, FIRMSIZE, dan DER dan lebih tinggi dibanding dengan variabel CAR.

2. Penentuan Model Estimasi dan Pengujian Kelayakan Model

Dalam menguji model analisis dengan menggunakan regresi panel data, hal pertama yang perlu dilakukan adalah menentukan model estimasi untuk menentukan model apa yang tepat. Akan dilakukan uji Hausman untuk mengetahui apakah model estimasi yang tetap.

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

Hausman	
Prob>Chi2	0.9424

Sumber: hasil output STATA

Berdasarkan tabel 3, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas χ^2 lebih besar dari 0.05 (*level of significant*), sehingga dapat disimpulkan bahwa estimasi yang tepat pada penelitian ini adalah *random effect*. Maka dalam penelitian ini selanjutnya akan digunakan *Generalized Least Square random effect* untuk mengestimasi model.

Selanjutnya akan diuji mengenai kelayakan model estimasi dengan melihat hubungan antar variabel secara serentak yang dilihat melalui nilai probabilitas χ^2 hasil regresinya dan melihat *goodness of fit* pula untuk mengetahui seberapa besar varian dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independennya. *Goodness of fit* akan dilihat melalui nilai koefisien determinasi (R^2). Tabel 4. menunjukkan hasil uji kelayakan model estimasi.

Tabel 4. Hasil Uji Kelayakan Model

Goodness of Fit	
R-Squared	0.0741
Hipotesis Serentak	Prob>Chi2
EM, FIRMSIZE, DER, ROE \rightarrow SR	0.0000

Sumber: hasil output STATA

Berdasarkan tabel 4, pengujian secara serentak yang dilihat dari nilai probabilitas χ^2 menunjukkan angka 0.000 yang berarti koefisien dalam penelitian ini semuanya tidak memiliki nilai 0 dan juga menunjukkan bahwa EM, FIRMSIZE, DER, dan ROE secara serentak memiliki pengaruh signifikan terhadap SR. Hal ini menunjukkan bahwa uji kelayakan model ini terpenuhi dan data valid.

Dapat dilihat dari tabel 4.8 bahwa *R-squared* menunjukkan angka 0.0741, yang berarti hanya 7.41% variasi yang terjadi pada SR dapat dijelaskan oleh EM, FIRMSIZE, DER, dan ROE dan sisanya 92,59% dijelaskan oleh variabel lain.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis akan dilihat melalui hubungan parsial masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Apabila nilai $P > Z$ kurang dari 0.05 (*level of significant*) maka dapat dikatakan bahwa variabel independen secara signifikan berpengaruh terhadap variabel dependennya.

Tabel 5. Uji Hipotesis Parsial

Hipotesis Parsial	Coefficients	Std. Error	Z	P>Z
EM \rightarrow SR	-0.122	0.169	-0.72	0.470
FIRMSIZE \rightarrow SR	-0.317	0.137	-2.32	0.021
DER \rightarrow SR	0.006	0.002	2.21	0.027
ROE \rightarrow SR	0.222	0.111	2.02	0.044
Constant	3.925	1.876	2.09	0.036

Sumber: hasil output STATA

Pengujian variabel EM, FIRMSIZE, DER, ROE terhadap SR menghasilkan nilai konstanta sebesar 3.925, nilai koefisien regresi untuk EM, FIRMSIZE, DER, dan ROE secara berturut-turut adalah -0.122, -0.317, 0.006, dan 0.222, dengan p-value masing-masing variabel berturut-turut adalah 0.470, 0.021, 0.027, 0.044. Hal ini menunjukkan bahwa, hubungan earning management secara parsial terhadap stock returns adalah tidak signifikan, karena nilai p-values EM terhadap SR yang menunjukkan angka 0.470 yang mana lebih dari 5% level of significant, yang berarti dengan earnings management secara statistik tidak memberikan pengaruh yang penting terhadap stock returns.

Hipotesis parsial yang kedua adalah pengaruh FIRMSIZE terhadap SR. Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa FIRMSIZE memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap SR. Hal ini dapat dilihat dari nilai p-values yang berada di bawah level signifikan 0.05 yaitu 0.021 dan koefisien yang menunjukkan angka negatif yang menggambarkan arah hubungan dari kedua variabel tersebut.

Sedangkan, untuk pengaruh parsial variabel firm leverage terhadap stock returns adalah positif dan signifikan yang dilihat dari angka p-values yang berada di bawah level signifikan 0.05 yaitu 0.027 dan nilai koefisien yang positif menunjukkan arah dari hubungan keduanya searah.

Untuk pengaruh parsial dari variabel firm performance terhadap stock returns adalah signifikan pada tingkat signifikansi 5% dan arah dari hubungan kedua variabel ini adalah searah dilihat dari nilai koefisien yang menunjukkan angka positif.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian di atas, dapat disimpulkan bahwa:

1. *Earnings management* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *stock returns*.
2. *Firm size* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock returns*. Perusahaan yang berskala kecil lebih dapat menghasilkan *stock returns* yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang berskala besar.
3. *Firm leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock returns*. Hal ini disebabkan karena data sampel menunjukkan pola yang berbanding lurus pada hubungan *firm leverage* dengan *stock returns*.
4. *Firm performance* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock returns*.

SARAN

Berikut adalah saran yang dapat diberikan: (1) Bagi pihak manajemen, disarankan agar tidak terlalu intens dalam melakukan *earnings management* mengingat bahwa praktiknya kerap kali dapat memberikan informasi yang tidak dapat diandalkan untuk investor sehingga pengambilan keputusan menjadi bias (2) Bagi para investor, disarankan agar lebih memperhatikan lagi secara saksama sinyal yang diberikan manajer mengenai informasi laba agar dapat mengetahui kinerja perusahaan yang sesungguhnya untuk memprediksi *returns* yang didapat nantinya sehingga pengambilan keputusan bisa tepat. (3) Bagi penelitian selanjutnya, disarankan agar dapat meneliti hubungan antara *earnings management* dengan *stock returns* dengan mempertimbangkan faktor pengetahuan dari investor akan EM maupun caranya dalam mendeteksi EM. Dengan begitu, akan dapat diketahui secara riil reaksi pasar yang timbul apakah benar-benar karena EM atau karena faktor lain

KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu: (1) Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan yang masuk dalam indeks saham LQ45 selama 6 tahun berturut-turut dari tahun 2010-2015 saja. (2) Penelitian ini hanya menggunakan sampel sebanyak 18 perusahaan saja sehingga hasil yang berbeda akan dapat ditemukan apabila ruang lingkupnya lebih luas. (3) Variabel-variabel independen dalam penelitian ini hanya dapat

menjelaskan 7.41% variasi dari variabel dependennya. (4) Penelitian ini menggunakan market-adjusted model dalam mengestimasi expected returns dan hanya menggunakan event windows selama 11 hari sehingga hasil yang berbeda akan dapat ditemukan apabila menggunakan model lain dan event windows yang lebih panjang karena 11 hari dinilai belum mampu menangkap reaksi investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdelghany, K. E. (2005). Measuring The Quality Of Earnings. *Managerial Auditing Journal* 20 (9), 1001-1015.
- Abdurrahim, A. (2015). Mendeteksi Earnings Management. *Jurnal Akuntansi & Investasi* 1 (2), 104-111.
- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2003). Earnings Quality, Insider Trading, And Cost Of Capital. *14th Annual Conference On Financial Economics And Accounting (FEA)*.
- Aflatooni, A., & Nikbakht, Z. (2009). Income Smoothing, Real Earnings Management And Long-Run Stock Returns. *Business Intelligence Journal*, 55-73.
- Andersson, M. (2016). The Effect Of Leverage On Stock Returns.
- Andromeda, D. A. (2008). Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bej Yang Diaudit Oleh Kantor Akuntan Publik Berskala Besar Dan Kantor Akuntan Publik Berskala Kecil. *Tesis S-2*.
- Anwaar, M. (2016). Impact Of Firms' Performance On Stock Returns (Evidence From Listed Companies Of FTSE-100 Index London, UK). *Global Journal Of Management And Business Research: D Accounting And Auditing* 16 (1), 31-39.
- Arkelof, G. A. (1970). The Market For "Lemons": Quality Uncertainty And The Market Mechanism 84 (3). *The Quarterly Journal Of Economics*, 488-500.
- Assih, P., Hastuti, A. W., & Parawiyati. (2005). Pengaruh Manajemen Laba Pada Nilai Perusahaan Dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia* 2 (2), 125-144.
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002). Accruals Management, Investor Sophistication, And Equity Valuation:

- Evidence From 10-Q Filings. *Journal Of Accounting Research* 40 (4).
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power And Specification Of Test Statistics. *Journal Of Financial Economics* 43, 341-372.
- Beest, F. V., Braam, G., & Boelens, S. (2009). Quality Of Financial Reporting: Measuring Qualitative Characteristics. *Procedia Economics And Finance* 25, 5-13.
- Bouckova, M. (2015). Management Accounting And Agency Theory. *Procedia Economics And Finance* 25, 5-13.
- Cable, J., & Holland, K. (1999). Modelling Normal Returns In Event Studies: A Model-Selection Approach And Pilot Study. *The European Journal Of Finance* 5, 331-341.
- Chan, K., Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2004). Earnings Quality And Stock Returns.
- Connelly, B., Certo, S., Ireland, R., & Reutzel, C. (2011). Signaling Theory: A Review And Assessment. *Journal Of Management* 3 (7), 39-67.
- Damanik, M. V. (2012). Pengaruh Economic Value Added (Eva) Dan Analisis Fundamental Terhadap Harga Saham.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 7 (2), 193-225.
- Dehuan, J., & Jin, Z. (2008). Firm Performance And Stock Returns: An Empirical Study Of The Top Performing Stocks Listed On Shanghai Stock Exchange. *Academy Of Accounting & Financial Studies Journal* 12 (1).
- Fama, E. F. (1978). The Effects Of A Firm's Investment And Financing Decisions On The Welfare Of Its Security Holders. *The American Economic Review*, 272-284.
- Farhan, M., & Sharif, S. (2015). Impact Of Size On Returns At Karachi Stock Exchange (KSE).
- Frijns, B., Margaritis, D., & Psillaki, M. (2012). Firm Efficiency And Stock Returns. *J Prod Anal* 37, 295-206.
- Gill, A., Biger, N., Mand, H. S., & Mathur, N. (2013). Earnings Management, Firm Performance, And The Value Of Indian Manufacturing Firms. *International Research Journal Of Finance And Economics*.
- Gisbert, A., & García, B. (2003). Earnings Management: A Literature Review. *Spanish Journal Of Finance And Accounting*, 311-323.
- Gordon, M. J. (1964). Postulate, Principles And Research In Accounting. *The Accounting*, 251-263.
- Grund, C., & Nielsen, N. W. (2005). Age Structure Of The Workforce And Firm Performance. *Discussion Paper 1816*.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2012). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hagel, J. I., Brown, J. S., & Lang, D. (2010, March 04). *The Best Way To Measure Company Performance*. Diambil Kembali Dari Harvard Business Review: <https://Hbr.Org/2010/03/The-Best-Way-To-Measure-Compan>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review Of The Earnings Management Literature And Its Implications For Standard Setting. *American Accounting Association* 3 (4), 365-383.
- Hirst, D. E., & Hopkins, P. E. (1998). Comprehensive Income Reporting And Analysts' Valuation Judgments. *Journal Of Accounting Research, Vol.* 36, 47-75.
- Hull, R. M. (1999). Leverage Ratios, Industry Norms, And Stock Price Reaction: An Empiric Investigation Of Stock-For-Debt Transaction. *Financial Management*, 32-45.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jones, C. P. (2004). *Investment: Analysis And Management 9th Edition*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Kang, Q., Liu, Q., & Rong, Q. (2010). Predicting Stock Market Returns With Aggregate Discretionary Accruals. *Journal Of Accounting Research* 48 (4), 815-858.
- Kaniel, R., Saar, G., & Titman, S. (2008). Individual Investor Trading And Stock Returns. *Journal Of Finance* 63 (1), 273-310.
- Kasim, E. Y. (2013). The Effect Of Discretionary Accrual In Stock Return (Difference Between Company Audited By Big 4 And Non-Big 4- Foreign Affiliates Accounting Firm): Indonesia Evidence. *South East Asia Journal Of*

- Contemporary Business, Economics And Law 2 (1)*, 64-72.
- Kimmel, P. D., Weygandt, J. J., & Kieso, D. E. (2008). *Accounting Tools For Business Decision Making*. United States Of America: John Wiley & Sons.
- Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A. (2008). Earnings Management And The Market Performance Of Stock Dividend Issuing Firms: NZ Evidence. *Accounting Research Journal 21 (1)*, 4-15.
- Li, F., Abeysekera, I., & Ma, S. (2011). Earnings Management And The Effect Of Earnings Quality In Relation To Stress Level And Bankruptcy Level Of Chinese Listed Firms. *9 (1)*, 366-391.
- Li, X. (2012). Real Earnings Management And Subsequent Stock Returns.
- Lo, K. (2008). Earnings Management And Earnings Quality. *Journal Of Accounting And Economics 45*, 350-357.
- Louis, H. (2004). Earnings Management And The Market Performance Of Acquiring Firms. *Finance Economics 74*, 121-148.
- Luippold, B. L. (2009). Managing Audits To Manage Earnings: The Impact Of Baiting Tactics On An Auditor's Ability To Uncover. *Dissertations*, 106.
- Mankiw, N. G. (2010). *Macroeconomics*. USA: Worth Publishers.
- Muradoglu, G., & Sivaprasad, S. (2008). An Empirical Test On Leverage And Stock Returns.
- Nuryaman. (2013). The Influence Of Earnings Management On Stock Return And The Role Of Audit Quality As A Moderating Variable. *International Journal Of Trade, Economics And Finance 4 (2)*.
- Obreja, I. (2006). Financial Leverage And The Cross-Section Of Stock Returns. *Job-Market Paper*.
- Ortega, W., & Grant, G. (2003, July). Maynard Manufacturing: An Analysis Of GAAP-Based And. *Strategic Finance*.
- Puspita, I. L. (2017). Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Reaksi Pasar Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmiah Gema Ekonomi 7 (1)*, 1013-1030.
- Riahi-Belkaoui, A. (1996). *Accounting, A Multiparadigmatic Science*. USA: Quorum Books.
- Sayari, S., Mraih, F., Finet, A., & Omri, A. (2013). The Impact Of Earnings Management On Stock Returns: The Case Of Tunisian Firms. *Global Journal Of Management And Business Research Finance*.
- Schipper, K. (1989). Commentary On Earnings Management. *Accounting Horizon 3*.
- Scott, W. R. (2003). *Financial Accounting Theory International Edition*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Sharpe, W. F. (1997). *Investasi Edisi Bahasa Indonesia*. Jakarta: Renhallindo.
- Solechan, A. (2009). Pengaruh Manajemen Laba Dan Earning Terhadap Return Saham. *Skripsi Sarjana S-2 Magister Akuntansi*.
- Subramanyam, K. (1996). The Pricing Of Discretionary Accruals. *Journal Of Accounting And Economics 22*, 249-281.
- Sulistiyanto, H. S. (T.Thn.). *Manajemen Laba (Teori Dan Model Empiris)*. Jakarta: Grasindo.
- Sundjaja, R., & Barlian, I. (2003). *Manajemen Keuangan Dua Edisi Keempat*. Jakarta: Literata Lintas Media.
- Tendeloo, B. V., & Vanstraelen, A. (2005). Earnings Management Under German GAAP Versus IFRS. *European Accounting Review 14 (1)*, 155-180.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management And The Long-Run Market Performance Of Initial Public Offerings. *THE JOURNAL OF FINANCE 23 (6)*, 1935-1974.
- Uswati, L., & Mayangsari, S. (2012). Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Future Stock Return Dengan Asimetri Informasi Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan No. 80*, 242-259.
- Vadiei, M. H., & Hosseini, S. M. (2012). Accounting Criteria And Economic Performance Evaluation With Stock Return: Irania Scenario. *Asian Journal Of Management Sciences And Education 1 (3)*, 5-9.
- Wahyuningsih, D. R. (2007). Hubungan Praktik Manajemen Laba Dengan Reaksi Pasar Atas Pengumuman Informasi Laba Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Magister Sains Akuntansi*.
- Wu, S. W., Lin, F., & Fang, W. (2012). Earnings Management And Investor's Stock Return. *Emerging Markets Finance And Trade 48 (3)*, 129-140.