

PERAN CORPORATE GOVERNANCE PADA HUBUNGAN DEFAULT RISK DENGAN EARNING RESPONSE COEFFICIENT

Hermanto¹, Ni Ketut Surasni², Firmansyah³

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Email : hermanto57@gmail.com

^{2,3}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mataram

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>Keywords :</p> <p>Corporate governance; default risk ; earning response coefficient; growth opportunity</p> <p>Kata Kunci :</p> <p>Tata kelola perusahaan; risiko kegagalan ; koefisien tanggap laba; kesempatan bertumbuh</p> <p>How to cite :</p> <p>Hermanto., Surasni, Ni Ketut., Firmansyah., Peran Corporate Governance Pada Hubungan Default Risk Dengan Earning Response Coefficient (2019). <i>jmm unram</i>, 8(2), 101 - 114</p> <p>DOI : http://dx.doi.org/10.29303/jmm.v8i2.423</p> <p>Dikumpulkan : 23 April 2019 Direvisi : 02 Mei 2019 Dipublikasi : 16 Mei 2019</p>	<p>Company default risk will determine investor reaction on the increase of company earning. If financial statements contain information, then financial markets will react as a result of reported earnings. The primary focus of this study aims at analyzing the impact of default risk on earning response coefficient as well as the influence of corporate governance toward the connection between default risk and earning response coefficient. In addition, this study examines the influence of size and growth opportunity toward the earning response coefficient. This is a cross sectional study, analyzing year 2017 sample data. The research sample consists of 49 companies taken purposively from the list of companies in Indonesia Stock Exchange. Results of this study prove that default risk has a negative impact on earning response coefficient and that corporate governance can reduce the negative impact of default risk on earning response coefficient. This study also finds evidence that growth opportunity positively influences earning response coefficient.</p> <p>Risiko kegagalan perusahaan akan menentukan reaksi investor terhadap peningkatan laba perusahaan. Jika laporan keuangan bermuatan informasi, maka pasar modal akan bereaksi terhadap pengumuman laba. Fokus utama penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak risiko kegagalan terhadap koefisien tanggap laba dan pengaruh tata kelola perusahaan terhadap hubungan antara risiko kegagalan dengan koefisien tanggap laba. Di samping itu, penelitian ini menguji pengaruh ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh terhadap koefisien tanggap laba. Ini merupakan penelitian cross section, menganalisis data sampel tahun 2017. Sampel penelitian terdiri dari 49 perusahaan yang diambil secara purposif dari daftar perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa risiko kegagalan memiliki dampak negatif terhadap koefisien tanggap laba dan bahwa tata kelola perusahaan dapat mengurangi dampak negatif risiko kegagalan terhadap koefisien</p>

	<p>tanggap laba. Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa kesempatan bertumbuh berpengaruh positif terhadap koefisien tanggap laba.</p>
	<p>Copyright © 2019 JMM UNRAM. All rights reserved.</p>

1. PENDAHULUAN

Pada pasar modal yang efisien, harga saham akan merefleksikan nilai aset tersebut. Fama (1965), menyatakan pasar efisien sebagai suatu pasar dimana harga sekuritasnya merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Perubahan harga semata-mata digerakkan oleh adanya informasi-baru. Keseimbangan harga (*equilibrium*) akan tetap terjaga sampai munculnya informasi-baru lagi. Berdasarkan hal tersebut maka pengumuman laba yang dilakukan oleh suatu perusahaan akan merupakan suatu informasi bagi investor dan akan direaksi oleh investor tersebut. Namun demikian investor hanya bereaksi terhadap komponen *unexpected* dari pengumuman laba (informasi). Hal ini disebabkan karena komponen yang *expected* tidak memiliki kandungan informasi (*information content*). Dengan demikian investor hanya bereaksi jika ada kejutan saja.

Laporan Laba Rugi merupakan salah satu laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Penerbitan laporan ini dimaksudkan untuk memberikan informasi bagi pihak-pihak yang membutuhkannya baik pihak internal maupun eksternal. Laporan Laba Rugi ini merupakan sumber informasi bagi investor karena menunjukkan ukuran kinerja suatu perusahaan dan dapat digunakan sebagai pertimbangan di dalam pengambilan keputusan investasi baik bagi pemegang saham maupun pemegang obligasi. Hal ini juga dikarenakan laporan Laba Rugi dapat digunakan sebagai perkiraan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Agar dapat digunakan sebagai pedoman pengambilan keputusan investasi oleh investor maka, laporan Laba Rugi harus memiliki kandungan informasi yang bernilai. Jika Laporan Laba Rugi memiliki kandungan informasi maka pasar bereaksi terhadap laporan tersebut. Dengan kata lain kandungan informasi tersebut akan mengubah *believe* investor dan selanjutnya akan mengubah perilaku investor yang ditunjukkan dengan melakukan transaksi baik beli maupun jual. Reaksi investor ini akan mengubah harga maupun reurn sekuritas bersangkutan.

Berbagai penelitian telah banyak dilakukan untuk meneliti hubungan laba (*earning*) dengan return saham. Apakah laba berpengaruh terhadap return perusahaan. Ball dan Brown (1968) adalah pionir di dalam studi pengaruh laba terhadap harga. Mereka menunjukkan bahwa harga saham bereaksi terhadap perubahan laba akuntansi yang tidak diharapkan (*unexpected*). Selanjutnya studi hubungan laba-return ini diikuti oleh beberapa peneliti yang telah memberi kontribusi pada pengetahuan yang berkaitan dengan fenomena tersebut. Selanjutnya, perubahan harga sekuritas yang disebabkan oleh perubahan laba yang tidak diharapkan (*unexpected earning*) diindikasikan dengan *earning response coefficient* (ERC).

Earning response coefficient (ERC) adalah dampak *unexpected eraning* terhadap return saham. Secara prinsip dapat diukur menggunakan slope atau koefisien regresi dari return saham terhadap *unexpected earning*. Dengan demikian maka, ERC adalah ukuran dari reaksi harga saham terhadap kejutan laba (*earning surprise*). Perkembangan penelitian selanjutnya terhadap hubungan antara laba dan harga saham adalah berfokus pada determinan yang mempengaruhi ERC. Collins dan Kothari (1989) menunjukkan bahwa risiko yang diukur menggunakan beta perusahaan berpengaruh negatif terhadap ERC. Mereka juga menunjukkan beberapa determinan yang mempengaruhi ERC antara lain, *earning persistence*, *growth* dan *size* perusahaan.

Berkaitan dengan risiko yang mempengaruhi ERC, maka dalam penelitian ini digunakan *default risk* sebagai variabel yang berpengaruh terhadap ERC. Hal ini disebabkan karena, beta yang digunakan sebagai proksi risiko tidak menggambarkan seluruh dimensi risiko. Beta merupakan volatilitas saham yang dikaitkan dengan gerak pasar. Dengan kata lain beta tidak menggambarkan dimensi risiko yang berkaitan dengan ekuitas (Fama dan French, 1992), sementara *default risk* merupakan mekanisme yang menggambarkan *transfer of wealth* dari *bondholder* kepada *shareholder*.

Corporate governance merupakan topik yang sampai saat ini masih banyak dibahas. Upaya-upaya untuk mewujudkan adanya good corporate governance terus menerus dilakukan agar kepentingan berbagai pihak yang terlibat dengan perusahaan dapat terpenuhi. Konsep corporate governance bersumber pada teori keagenan. Teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan konflik yang mungkin terjadi jika pemilik perusahaan menyerahkan pengelolaannya kepada pihak lain yang lebih profesional. Konflik keagenan terjadi antara pemegang saham dengan manajer atau antara pemegang saham dengan kreditur (Ariyoto dkk, 2000). Namun dalam perkembangannya, konflik keagenan juga terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, antara pemegang saham mayoritas dengan *stakeholder* lain, seperti pemasok dan karyawan (Zhuang dkk, 2000; dan Ariyoto dkk, 2000).

LaPorta, dkk (1998) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat mekanisme agar *outsiders* terlindung dari tekanan *insiders*. Gibson (1999) menyatakan *corporate governance* adalah cara menangani masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Sullivan (2000) mendefinisikan *corporate governance* sebagai suatu mekanisme untuk meyakinkan bahwa dana investor dikelola secara sungguh-sungguh oleh manajemen sehingga dapat memakmurkan pemegang saham. Kalau *corporate governance* berjalan dengan baik, maka akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (McColgan, 2001). Dengan demikian good corporate governance memastikan bahwa perusahaan dapat memenuhi seluruh kewajibannya terutama yang berkaitan dengan pembayaran utang karena dana telah dikelola secara baik oleh manajemen. Perusahaan-perusahaan yang memiliki *good corporate governance* diharapkan mengelola kewajiban-kewajiban mereka secara lebih baik sehingga mampu menurunkan dampak *default risk*.

Sebagaimana telah dipaparkan di atas maka, penelitian ini bertujuan meneliti dampak *default risk* terhadap ERC dan bagaimana peran corporate governance didalam menurunkan dampak *default risk* terhadap ERC.

1.1. Earning Response Coefficient

Salah satu informasi yang dibutuhkan oleh investor adalah informasi laporan laba rugi perusahaan. Laporan ini digunakan oleh investor untuk menilai kinerja perusahaan. Pada saat laporan keuangan diterbitkan (diumumkan), maka pasar akan bereaksi. Reaksi ini akan tercermin dalam perubahan harga saham. Selanjutnya perubahan harga akan mengakibatkan perubahan return. Untuk mengukur besar reaksi pasar terhadap informasi laporan laba rugi umumnya digunakan *earning response coefficient* (ERC) atau koefisien respon laba. Dalam hal ini ERC mengukur seberapa besar reaksi pasar terhadap informasi laba rugi yang diumumkan oleh perusahaan. Dengan kata lain berapa perubahan return saham akibat perubahan laba rugi. Semakin tinggi ERC maka semakin tinggi pula informasi yang dimiliki oleh laporan laba rugi. Cho dan Jung (1991) menyatakan ERC sebagai efek dollar dari *unexpected earning* terhadap return saham. Dengan demikian maka ERC merupakan koefisien regresi dari return saham terhadap *unexpected earning*.

1.2. Default Risk Sebagai Determinant ERC

Default risk atau risiko kegagalan dari suatu penerbitan obligasi akan berkaitan dengan risiko aktivitas operasi perusahaan. *Default risk* merupakan suatu kondisi dimana *borrower* (pengutang/peminjam) tidak mampu untuk membayar kreditnya (utangnya) saat jatuh tempo. *Default risk* merupakan suatu kemungkinan dimana aset perusahaan memiliki nilai yang lebih rendah dari kewajibannya. *Default risk* akan meningkat seiring dengan peningkatan *leverage*. Suatu perusahaan yang memiliki *default risk* yang tinggi akan kesulitan didalam mengakses sumber dana eksternal.

Default risk memiliki peran dalam ERC dikarenakan beta sebagai pengukur risiko dianggap tidak mencerminkan seluruh determinan risiko equitas (Fama dan French, 1992). Beberapa peneliti menggunakan *default risk* sebagai determinan ERC. Zakaria, Md Isa dan Abidin (2013), meneliti dampak *default risk* terhadap ERC di Pasar Modal Malaysia. Mereka menemukan bahwa *default risk* berpengaruh negatif terhadap ERC. Sejalan dengan mereka maka An (2015) juga memperoleh hasil bahwa *default risk* berhubungan negatif dengan ERC di Pasar Modal Korea.

1.3. Corporate Governance

Definisi *corporate governance* sangat beragam. Mitton (2002) mendefinisikan *corporate governance* sebagai alat (*means*) agar pemegang saham minoritas terlindung dari ekspropriasi yang dilakukan oleh manajer atau pemegang saham mayoritas. Definisi ini konsisten dengan pernyataan LaPorta dkk (1998), bahwa *corporate governance* sebagai seperangkat mekanisme agar *outsiders* terlindung dari tekanan *insiders*. Sullivan (2000) mendefinisi *corporate governance* berhubungan dengan cara-cara di mana para penyedia dana yakin bahwa dana yang mereka investasikan akan kembali sesuai dengan yang mereka harapkan.

Corporate Governance merupakan kelanjutan dari teori keagenan. Sebagaimana dipaparkan oleh Jensen dan Meckling (1976), bahwa ketika pemilik perusahaan terpisah dari pengelolanya maka akan timbul konflik antara mereka yang dipicu oleh perbedaan interest. Pemilik berharap pengelola (manajer) akan melakukan kebijakan-kebijakan yang berpihak pada pemilik, akan tetapi manajer seringkali melakukan kebijakan yang menguntungkan diri mereka sendiri. Agar supaya kepentingan pemilik (*principal*) terlindungi dari tindakan manajer maka diperlukan suatu mekanisme yang disebut *corporate governance*. *Corporate Governance* menjadi suatu mekanisme yang menjaga kepentingan pemilik ataupun pemilik minoritas terhadap ekspropriasi manajer maupun mayoritas. Di dalam pelaksanaannya, *corporate governance* dapat mengambil bentuk antara lain, kepemilikan saham oleh manajer, adanya komisaris independen, adanya auditor eksternal dan lain sebagainya.

1.4. Determinan Lain Yang Mempengaruhi ERC

1.4.1. Size

Perusahaan-perusahaan besar umumnya menyediakan informasi yang lebih baik. Akses informasi ke perusahaan-perusahaan besar umumnya lebih mudah dibandingkan ke perusahaan-perusahaan kecil. Perusahaan besar menghadapi biaya keagenan yang lebih besar. Oleh karena itu dalam upaya untuk menurunkan biaya keagenan maka perusahaan besar akan mengungkapkan informasi yang lebih banyak. Semakin luas informasi yang tersedia maka semakin mudah bagi pasar untuk menginterpretasikan informasi dalam bentuk laporan keuangan. Dengan demikian maka mestinya ada hubungan yang positif antara *size* perusahaan dengan ERC.

1.4.2. Growth Opportunity

Growth opportunity merupakan salah satu determinan yang mempengaruhi ERC. Pertumbuhan (*growth opportunity*) perusahaan dapat direpresentasikan dengan pertumbuhan laba ataupun pertumbuhan aset perusahaan. Tumbuhnya laba menyebabkan suatu perusahaan beroperasi lebih baik serta mampu untuk memperbesar aset. Beberapa penelitian menunjukkan hasil hubungan yang positif antara pertumbuhan dengan ERC. Collins dan Kothari (1989) memperoleh hasil bahwa pertumbuhan berdampak positif terhadap ERC. Barth, Elliot dan Finn (1999), menunjukkan bahwa ERC lebih tinggi pada perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi.

1.5. Pengembangan Hipotesis

1.5.1. Pengaruh Default Risk Terhadap ERC

Default risk merupakan risiko yang dihadapi oleh perusahaan ketika perusahaan tidak memiliki kemampuan untuk melunasi utang-utangnya yang sudah jatuh tempo. Semakin besar utang yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin tinggi kemungkinan gagal bayar yang ditanggung perusahaan, atau semakin tinggi default risk perusahaan tersebut. Umumnya *default risk* diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio*, yang merupakan kemampuan modal sendiri (*equity*) menanggung utang perusahaan.

Di dalam hubungannya dengan ERC maka default risk akan berdampak negatif terhadap ERC. Jika suatu perusahaan memiliki utang yang tinggi, maka ketika laba mengalami kenaikan maka yang diuntungkan dalam kondisi ini adalah pemegang obligasi (*debtholder*). Jika laba mengalami kenaikan maka posisi *debtholder* semakin aman karena perusahaan semakin mampu membayar utangnya. Dalam kondisi demikian maka semakin negatiflah reaksi atau respon dari pemegang saham. Hal ini dikarenakan pemegang saham beranggapan bahwa laba hanya digunakan untuk membayar utang, dengan kata lain lebih menguntungkan *debtholder* dibandingkan *stockholder*. Sejalan dengan hasil yang ditemukan oleh Haris dan Raviv (1990), yaitu bahwa besarnya utang menunjukkan kualitas perusahaan dan prospek yang kurang baik di masa yang akan datang. Bagi perusahaan dengan tingkat utang tinggi, peningkatan laba justru memperkuat posisi keamanan *debtholder* daripada *stockholder*. Selanjutnya Dhaliwal dan Reynolds (1994) menemukan bahwa *default risk* berdampak negatif terhadap ERC. Begitu juga temuan dari Zakaria, Md Isa dan Abidin (2013) serta An (2015), bahwa *default risk* berpengaruh negatif terhadap ERC. Dari paparan di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Default risk berpengaruh negatif terhadap ERC

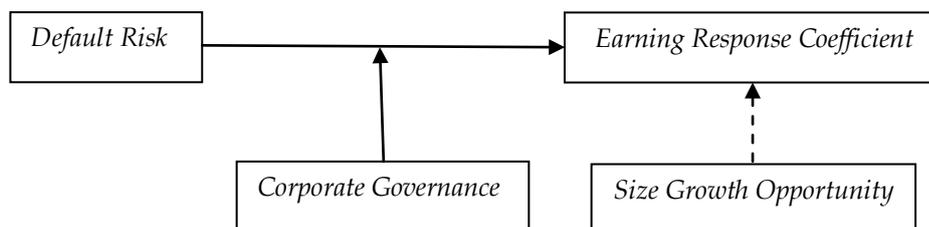
1.5.2. Peran Corporate Governance Terhadap Hubungan Devault Risk dan ERC

Sebagaimana dipaparkan sebelumnya, corporate governance adalah seperangkat mekanisme agar *outsiders* terlindung dari tekanan *insiders*. Di dalam suatu perusahaan, komisaris independent seringkali digunakan sebagai proxy corporate governance. Keberadaan komisaris independent dimaksudkan untuk menjaga kepentingan pemegang saham dari tindakan ekspropriasi manajemen dan menjaga kepentingan pemegang saham minoritas dari ekspropriasi pemegang saham mayoritas. Keberadaan komisaris independent ini mampu meningkatkan kualitas monitoring karena mereka tidak terafiliasi dengan perusahaan. Hal ini memungkinkan komisaris independent merepresentasikan kepentingan pemegang saham.

Dari perspektif kreditur, keberadaan komisaris independen menjadi sesuatu yang penting dalam hal integritas proses laporan keuangan. Komisaris independent memiliki peran penting di dalam mengawasi keamanan *stockholder* dan *debtholder* dengan cara menjamin informasi keuangan yang akurat. Dengan demikian maka system pengawasan keuangan atau manajemen risiko menjadi lebih baik. Dari paparan di atas maka diajukan hipotesis :

H₂: Komisaris independent dapat menurunkan dampak negatif default risk terhadap ERC

1.6. Desain Penelitian



2. METODE PENELITIAN

2.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian dimulai tahun 2013 dan diakhiri tahun 2017. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan kriteria tertentu, yaitu (1) perusahaan sudah terdaftar setidaknya tahun 2012, (2) perusahaan memiliki data yang lengkap, (3) laporan keuangan menggunakan satuan mata uang rupiah.

2.2. Data dan Sumber Data

2.2.1. Data yang Dibutuhkan dalam Penelitian

- Data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel dependen ERC
 1. Harga saham
 2. Abnormal return
 3. Earning (Laba)
- Data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel independen
 4. Default risk
- Data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel moderasi
 5. Komisaris independen
- Data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel kontrol
 6. Size perusahaan
 7. Growth (pertumbuhan) perusahaan

2.2.2. Sumber Data

Data merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan melalui internet.

2.3. Pengukuran Variabel

2.3.1. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah ERC yang diperoleh dari koefisien regresi return terhadap *unexpected earning*. *Unexpected earning* diperoleh dari rumus

$$UE = \frac{E_t - E_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :

UE : Unexpected earning

E_t : Earning per share tahun yang bersangkutan

E_{t-1} : Earning pershare tahun sebelumnya

P_{t-1} : harga saham tahun sebelumnya

Return dalam hal ini adalah CAR (*cummulative abnormal return*) yang diperoleh dari menjumlahkan *abnormal return* -5 sampai dengan +5 dari pengumuman laporan laba rugi.

AR (*abnormal return*) diperoleh dengan rumus : R_{realisasi} - R_{ekspektasian}

$$R_{\text{realisasi}} : \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

R_{ekspektasian} diasumsikan sama dengan return pasar R_m

$$R_{\text{mt}} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dengan demikian maka AR = R_t - R_m

Keterangan:

P_t = Harga saham hari ke t

P_{t-1} = harga saham hari ke t-1

R_{mt} = return pasar di hari yang bersangkutan

IHSG = Index harga Saham Gabungan

$$CAR = \sum_{-5}^{+5} AR$$

ERC diperoleh dengan meregres CAR terhadap UE dengan rumus sebagai berikut:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 UE + e$$

Koefisien regresi α_1 merupakan ERC

2.3.2. Variabel independen

Yang menjadi variabel dalam penelitian ini adalah default risk yang diproksikan dengan debt to equity ratio dengan rumus:

$$DER : \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Ekuitas}}$$

2.3.3. Variabel Moderasi

Yang menjadi variabel moderasi dalam penelitian ini adalah Corporate Governance yang diproksikan dengan komisar independen dengan rumus:

$$KI : \frac{\text{Komisar independen}}{\text{Jumlah seluruh anggota komisar}}$$

2.3.4. Variabel Kontrol

Yang menjadi variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran (*size*) perusahaan dengan *growth opportunity* (kesempatan pertumbuhan).

Size diproksikan dengan logaritma natural sales sedangkan *growth opportunity* diproksikan dengan rasio *market to book value*.

Size : ln (sales)

Growth : PBV

2.4. Model Empiris

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah MRA (Moderated Regression Analysis). Model ini berisi pengujian efek utama dan efek moderasian yang dilakukan dengan analisis regresi berjenjang (hierarchical regression analysis). Metode ini membutuhkan dua buah persamaan regresi yaitu sebuah yang hanya berisi efek-efek utama dan yang lain yang berisi efek-efek utama dan efek moderasian. Persamaan regresi berjenjang tersebut adalah:

$$ERC = \alpha_0 + \alpha_1 DR + \alpha_2 KI + e \dots \dots \dots (1)$$

$$ERC = \beta_0 + \beta_1 DR + \beta_2 KI + \beta_3 DR * KI + e \dots \dots \dots (2)$$

ERC : Earning response coefficient

DR : Default Risk

KI : Komisar Independen

Pengujian efek moderasi dapat dilakukan sebagai berikut :

1. Efek moderasi dapat dilihat dari kenaikan R² persamaan regresi. R² untuk persamaan regresi (2) harus lebih besar dari R² persamaan regresi (1)
2. Persyaratan kedua adalah dapat dilihat dari signifikansi koefisien β_3 dari interaksian variabel independen (DR) dengan variabel moderasi (KI).

3. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Permasalahan penelitian ini berkaitan dengan peran corporate governance pada hubungan antara *default risk* dengan *earning response coefficient*. Analisis data ditujukan pada penelitian dampak *default risk* terhadap *earning response coefficient* serta penelitian terhadap peran *corporate governance* dalam menurunkan dampak *default risk* terhadap *earning response coefficient* tersebut. Disamping analisis terhadap hubungan dari ketiga variabel tersebut, dalam penelitian ini juga mencoba untuk menguji pengaruh dimasukkannya dua variabel kontrol, yaitu *size* dan *growth opportunity* ke dalam model penelitian. Sebelum penjelasan tentang hasil pengujian hipotesis, pada bab ini terlebih dahulu akan dipaparkan tentang deskripsi data penelitian.

3.1. Deskripsi Data

Data dalam penelitian ini merupakan data *cross section* Tahun 2017. Sampel penelitian terdiri dari 49 perusahaan yang diambil secara *purposive*. Statistik deskriptif variabel-variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Earning Response Coefficient	49	-4.90	13.48	.8441	2.85929
Default Risk	49	.03	11.91	1.6569	2.11944
Corporate Governance	49	.00	.80	.4178	.16247
Growth Opportunity	49	.17	82.44	3.3457	11.62254
Size	49	13.63	20.84	17.0236	1.65748
Valid N (listwise)	49				

Table 1 menunjukkan bahwa rata-rata *earning response coefficient* (ERC) adalah 0,8441. Rata-rata nilai ERC ini termasuk rendah dengan sebaran nilai ERC yang tinggi sebagaimana ditunjukkan oleh deviasi standar ERC sebesar 2,85929. *Default risk* perusahaan yang diproksikan oleh *debt to equity ratio* (DER), rata-rata menunjukkan angka yang tinggi, 1,6569 dengan sebaran angka *default risk* yang tinggi pula. Deviasi standar untuk default risk adalah 2,11944. Data default risk ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan berada pada kondisi *financial risk exposure* yang tinggi. Angka rata-rata *corporate governance* yang diproksikan oleh proporsi jumlah komisaris independen adalah sebesar 0,4178 dengan standar deviasi sebesar 0,16247. Dalam penelitian ini, ukuran (*size*) perusahaan diproksikan dengan menggunakan logaritma natural penjualan (*sales*). Data menunjukkan bahwa rata-rata penjualan sebesar Rp170.236 juta dengan sebaran nilai (standar deviasi) yang sangat tinggi, yaitu sebesar Rp165.748 juta. Data *growth opportunity* yang diproksikan dengan menggunakan *price to book value* (PBV) menunjukkan angka rata-rata sebesar 3,3457 dengan sebaran nilai yang sangat tinggi, yaitu deviasi standar sebesar 11.62254. Nilai PBV ini mengindikasikan bahwa *growth opportunity* antara perusahaan satu dengan perusahaan lainnya sangat bervariasi.

3.2. Analisis Hasil Regresi

Analisis regresi dilakukan terhadap tiga model. Model I dan Model II merupakan rangkaian analisis regresi berjenjang (*hierarchical regression analysis*). Model I berisi pengujian efek utama, sedangkan Model II berisi pengujian efek moderasian. Selain daripada dua model tersebut, terdapat Model III yang dimaksudkan untuk menguji efek variabel kontrol.

3.2.1. Uji Signifikansi Model I

Untuk menguji pengaruh *default risk* terhadap *earning response coefficient* maka pertamanya akan dilakukan pengujian efek utama dengan meregres variabel *earning response coefficient* terhadap variabel *default risk* dan variabel *corporate governance*. Persamaan regresinya adalah sebagai berikut.

$$ERC = \alpha_0 + \alpha_1DR + \alpha_2KI + e$$

Model I ini ditujukan untuk membuktikan pengaruh *default risk* dan *corporate governance* terhadap *earning response coefficient*. Proses ini diperlukan karena hasil regresi ini selanjutnya akan dibandingkan dengan hasil Model II untuk membuktikan pengaruh *corporate governance* sebagai pemoderasi pengaruh *default risk* terhadap *earning response coefficient*. Hasil analisis regresi Model I dapat dilihat pada Tabel 2, Tabel 3, dan Tabel 4 berikut.

Tabel 2
Model I Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate
1	.134 ^a	.018	-.025		2.89462

a. Predictors: (Constant), Corporate Governance, Default Risk

Tabel 3
Model I ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.002	2	3.501	.418	.661 ^b
	Residual	385.425	46	8.379		
	Total	392.426	48			

a. Dependent Variable: Earning Response Coefficient

b. Predictors: (Constant), Corporate Governance, Default Risk

Tabel 4
Model I Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.002	1.173		.001	.999
	Default Risk	-.065	.198	-.048	-.329	.743
	Corporate Governance	2.275	2.584	.129	.881	.383

a. Dependent Variable: Earning Response Coefficient

Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa *goodness of fit* dari Model I adalah sangat rendah. Hal ini ditunjukkan oleh nilai *R Square* yang sangat kecil, hanya 1,80 persen. Di samping itu, hasil Uji F sebagaimana tampak pada Tabel 3 juga menunjukkan nilai signifikansi lebih besar dari 5 persen. Suatu nilai signifikansi yang sangat besar, yaitu 66,10 persen. Hal ini menunjukkan bahwa Model I memiliki nilai prediktif yang lemah. Artinya, dalam Model I, variabel dependen, *earning response coefficient* tidak bisa diprediksi dengan menggunakan keseluruhan variabel independen, *default risk* dan *corporate governance*. Akhirnya, berdasarkan Tabel 4, *Model I Coefficient*, dapat dilihat bahwa baik *default risk* maupun *corporate governance* tidak signifikan berpengaruh terhadap *earning response coefficient*. Hasil uji t untuk kedua variabel independen tersebut memiliki nilai signifikansi di atas 5 persen.

3.2.2. Uji Signifikansi Model II

Model II ditujukan untuk membuktikan peran *Corporate Governance* sebagai pemoderasi pengaruh *Default Risk* terhadap *Earning Response Coefficient*. Persamaan regresi untuk Model II ini adalah sebagai berikut.

$$ERC = \beta_0 + \beta_1DR + \beta_2KI + \beta_3DR*KI + e_3$$

Regresi model II ini merupakan regresi Model I ditambah dengan moderasian yang merupakan interaksi antara *default risk* dengan *corporate governance*. Jika *Corporate Governance* merupakan pemoderasi hubungan antara *default risk* dengan *earning response coefficient* maka *R Square* pada Model II harus lebih besar dari pada *R Square* pada Model I. Disamping itu, koefisien β_3 dari interaksi variabel independen (*default risk*) dengan variabel pemoderasi (*corporate governance*) memiliki nilai yang signifikan.

Tabel 5, Tabel 6, dan Tabel 7 berikut menunjukkan hasil analisis regresi untuk Model II.

Tabel 5
Model II Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate
1	.333 ^a	.111	.051		2.78480

a. Predictors: (Constant), Default Risk and Corporate Governance, Corporate Governance, Default Risk

Tabel 6
Model II ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	43.446	3	14.482	1.867	.149 ^b
	Residual	348.980	45	7.755		
	Total	392.426	48			

a. Dependent Variable: Earning Response Coefficient

b. Predictors: (Constant), Default Risk and Corporate Governance, Corporate Governance, Default Risk

Tabel 7
Model II Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.160	1.505		1.436	.158
	Default Risk	-1.747	.799	-1.295	-2.187	.034
	Corporate Governance	-3.231	3.554	-.184	-.909	.368
	Default Risk and Corporate Governance	4.039	1.863	1.349	2.168	.036

a. Dependent Variable: Earning Response Coefficient

Hasil regresi Model II dapat membuktikan bahwa *corporate governance* merupakan pemoderasi hubungan antara *default risk* dengan *earning response coefficient*. Koefisien interaksi antara *default risk* dengan *corporate governance* terbukti signifikan karena nilai signifikansinya adalah 3,60 persen, lebih kecil dari pada 5 persen. Bukti lain yang menunjukkan bahwa *corporate governance* merupakan pemoderasi hubungan antara *default risk* dengan *earning response coefficient* adalah bahwa *goodness of fit* Model II ini lebih baik dari pada *goodness of fit* Model I. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 4.5, *Model II Summary* yang menunjukkan bahwa nilai *R Square* dari Model II lebih besar dari pada nilai *R Square*

dari Model I. Nilai R Square untuk Model II adalah 11.10 persen, sedangkan nilai R Square untuk Model I adalah 1,80 persen.

Kesimpulan yang diperoleh dari Model I dan Model II adalah bahwa *default risk* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap terhadap *earning response coefficient*. Di samping itu, dapat disimpulkan pula bahwa *corporate governance* dapat memperkuat pengaruh negatif *default risk* terhadap *earning response coefficient*. Temuan ini mengindikasikan bahwa para investor saham kebanyakan beranggapan bahwa untuk perusahaan-perusahaan dengan *financial leverage* tinggi, manfaat *earning* yang didapat perusahaan adalah lebih banyak dinikmati oleh para pemegang surat hutang (*debtholders*) dari pada yang dinikmati oleh para pemegang saham (*stockholders*). Dalam hal ini, *earning* perusahaan dianggap lebih banyak meningkatkan posisi aman bagi *debtholders* dari pada meningkatkan *dividend yield* maupun *capital yield* untuk *stockholders*. Selanjutnya, peran *corporate governance* sebagai pemoderasi hubungan antara *default risk* dengan *earning response coefficient* menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris independen sebagai proksi dari *corporate governance* telah mampu meningkatkan kualitas laporan keuangan. Melalui kualitas laporan keuangan yang baik, keamanan *debtholders* dan *stockholders* akan lebih terjamin karena informasi keuangan yang didapatkannya akan lebih akurat. Dengan demikian maka secara lebih spesifik dalam penelitian ini dapat dijelaskan bahwa *corporate governance* mampu meningkatkan hubungan pengaruh *default risk* terhadap *earning response coefficient*. Hasil analisis ini sejalan dengan temuan-temuan dari penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Haris dan Raviv (1990), Dhaliwal dan Reynolds (1994), Zakaria, MD Isa dan Abidin (2013) serta An (2015).

3.2.3. Uji Signifikansi Model III

Tiga variabel yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah *earning response coefficient*, *default risk* dan *corporate governance*. Model III merupakan pengembangan Model II dengan menambahkan dua variabel kontrol, *size* dan *growth opportunity* ke dalam analisis . Tujuan analisis dalam Model III ini adalah untuk mengetahui kemungkinan adanya peningkatan *goodness of fit* dari model serta peningkatan signifikansi pengaruh variabel independen yang menjadi fokus utama terhadap variabel dependen. Tabel.8, Tabel 9, dan Tabel 10 berikut menunjukkan hasil analisis regresi untuk Model III.

Tabel 8
Model III Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate
1	.670 ^a	.448	.384		2.24374

a. Predictors: (Constant), Growth Opportunity, Size, Default Risk, Corporate Governance, Default Risk and Corprate Governance

Tabel 9
Model III ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	175.949	5	35.190	6.990	.000 ^b
	Residual	216.477	43	5.034		
	Total	392.426	48			

a. Dependent Variable: Earning Response Coeficient

b. Predictors: (Constant), Growth Opportunity, Size, Default Risk, Corporate Governance, Default Risk and Corporate Governance

Tabel 10
Model III Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.389	3.905		.356	.724
	Default Risk	-.671	.688	-.497	-.975	.335
	Corporate Governance	-3.531	2.864	-.201	-1.233	.224
	Default Risk and Corporate Governance	1.252	1.656	.418	.756	.454
	Size	.034	.223	.020	.155	.878
	Growth Opportunity	.164	.032	.665	5.062	.000

a. Dependent Variable: Earning Response Coefficient

Hasil analisis regresi pada Model III menunjukkan bahwa *goodness of fit* Model III ini lebih bagus dari pada Model II. Hal ini bisa dilihat baik dari nilai *R Square* pada Tabel 4.8 maupun dari hasil uji F pada Tabel 9. Namun demikian, pada Model III ini pengaruh moderasi *corporate governance* terhadap hubungan antara *default risk* dengan *earning response coefficient* menjadi tidak signifikan. Pada Tabel 10 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi interaksi antara *default risk* dengan *corporate governance* adalah 45,40 persen, lebih besar dari 5 persen. Setelah ditambahkan dua variabel kontrol ke dalam analisis regresi, maka hasilnya adalah hanya *growth opportunity* yang berpengaruh terhadap *earning response coefficient*, dengan tingkat signifikansi 0 persen atau lebih kecil dari 5 persen.

Kesimpulan yang dapat diperoleh dari hasil uji signifikansi pada Model II dan Model III akan dikaitkan kembali dengan tujuan penelitian. Desain penelitian ini terfokus pada tiga variabel utama, yaitu *earning response coefficient*, *default risk* dan *corporate governance*. Sedangkan hasil analisis regresi pada Model III yang menambahkan dua variabel kontrol, tidak sepenuhnya lebih bagus dari pada hasil analisis regresi pada Model II. Oleh karena itu, maka hasil akhir yang dapat disimpulkan dari penelitian ini adalah didasarkan pada hasil analisis regresi pada Model II.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini mampu membuktikan hipotesis bahwa *default risk* berpengaruh negatif terhadap *earning response coefficient*. Dalam penelitian ini, *default risk* diproksikan dengan *debt to equity ratio*. Pengaruh negatif *default risk* terhadap *earning response coefficient* ini menunjukkan bahwa tanggapan investor saham terhadap pengumuman laba sangat dipengaruhi oleh struktur finansial perusahaan. Terhadap pengumuman laba perusahaan, respon investor saham akan semakin berkurang jika kondisi *financial leverage* emiten sahamnya semakin tinggi. Demikian juga sebaliknya, respon investor saham akan semakin bertambah jika kondisi *financial leverage* emiten sahamnya semakin rendah. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *Growth opportunity* yang diproksikan dengan *price to book value* berpengaruh positif terhadap *earning response coefficient*. Kondisi ini menunjukkan bahwa investor saham beranggapan jika perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang besar akan memiliki *expected earning* di masa yang akan datang yang besar pula. Dengan demikian maka investor saham akan memberikan respon yang lebih besar pada perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang besar.

5. SARAN

Terdapat peluang untuk pengembangan penelitian ini. Untuk penelitian yang terkait dengan *earning response coefficient* berikutnya, penelitian ini dapat dikembangkan dengan merubah model atau menambahkan variabel penelitian. Beberapa variabel, seperti harga saham, *corporate social responsibility*, *earning quality*, efisiensi pasar, struktur kepemilikan merupakan variabel-variabel yang dapat dianalisis keterkaitannya dengan *earning response coefficient*. Selain dari model moderasian sebagaimana penelitian ini, model penelitian dengan variabel mediasi bisa dikembangkan, disesuaikan dengan permasalahan penelitian yang dikemukakan. Akhirnya, disarankan agar penelitian berikutnya mengeksplorasi penggunaan indikator-indikator lain baik untuk variabel default risk maupun untuk variabel *corporate governance*. Dengan demikian, diharapkan bisa didapatkan kejelasan hasil analisis yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- An, Yohan (1915), earnings Response Coefficients and Default Risk : Case of Korean Firms, *International Journal of Financial Research*.
- Ariyoto, Kresnohadi, dkk. (2000), "Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya", *Usahawan*.
- Ball, R dan Brown, P (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*.
- Barth, E.M, Elliott, JA dan Finn, MW (1999), Market Rewards Associated With Patterns of Increasing earnings, *Journal of Accounting Research*.
- Cho, J.Y dan Jung K (1991), Earnings Response Coefficients: A Synthesis of Theory and Empirical Evidence, *Journal of Accounting Literature*.
- Collins D.W dan Kothari S.P (1989), An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients, *Journal of Accounting and Economics*.
- Dhaliwal, D dan Reynolds S (1994), The Effect of Default Risk of Debt on Earnings Response Coefficients, *The Accounting Review*.
- Fama, Eugene F. (1965), The Behavioral of Stock Market Prices, *Journal of Business*.
- Fama, E.F dan French, K (1992), The Cross-section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*.
- Jensen, M dan Meckling, W (1976), Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*.
- LaPorta, R, Lopez-de-Silanes, F, Shleifer, A dan Vishny, R (1998), " Law and Finance", *Journal of Political Economy*.
- _____ (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*.
- McColgan, Patrick (2001), "Agency Theory and Corporate Governance", *Working Paper*.
- Mitton (2002), " A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*.
- Sullivan, John D. (2000), "Corporate Governance : Transparansi antara Pemerintahan dan Bisnis", *Jurnal Reformasi ekonomi*.
- Zakaria, N.B, Md Isa, M, A, dan Abidin, R, A, Z (2013), Default Risk and The Earnings Response Coefficient Evidence From Malaysia, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*.
- Zhuang, Juzhong, David Edwards, David Webb, Ma. Virginita A. Capulong (2000), "Corporate Governance and Finance in East Asia - A Study of Indonesia,

Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand”, *Asian Development Bank, Manila.*