EKOMA : Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi
Vol.6, No.1, November 2026

Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Reaksi Pasar Dengan Dewan Komisaris Independen Sebagai Variabel Moderasi

Hendry[1], Okevanrianus Putra Hernat [2*]
[1,2]Universitas Widya Dharma Pontianak, Indonesia
E-mail: hendryaccm1@gmail.com[1], Okevanrianus@gmail.com[2*]

Article History:
Received: 18 Agustus 2026
Revised: 11 Oktober 2026
Accepted: 07 November 2026

Keywords: *Manajemen Laba, Reaksi Pasar, Dewan Komisaris Independen*

Abstrak: *Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar dengan Dewan Komisaris Independen sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2025. Sampel penelitian terdiri dari 19 perusahaan yang dipilih melalui metode purposive sampling, sehingga diperoleh 95 observasi panel yang seimbang. Manajemen laba diukur menggunakan Modified Jones Model, sedangkan reaksi pasar diproksikan dengan Cumulative Abnormal Return (CAR). Proporsi Dewan Komisaris Independen digunakan sebagai variabel moderasi. Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dan Moderated Regression Analysis (MRA) dengan bantuan EViews 13. Berdasarkan Uji Chow dan Uji Lagrange Multiplier, Common Effect Model (CEM) dipilih sebagai model yang paling tepat. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas, estimasi regresi menggunakan White Cross-section Robust Standard Errors. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajemen laba tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Dewan Komisaris Independen juga tidak berpengaruh langsung secara signifikan terhadap reaksi pasar. Namun, interaksi antara manajemen laba dan Dewan Komisaris Independen berpengaruh positif dan signifikan, yang menunjukkan bahwa Dewan Komisaris Independen memperkuat hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar. Temuan ini menunjukkan pentingnya efektivitas mekanisme tata kelola perusahaan dalam membentuk respons investor terhadap praktik pelaporan keuangan.*

PENDAHULUAN

Praktik manajemen laba masih menjadi salah satu isu penting dalam pelaporan keuangan karena dapat memengaruhi kualitas informasi yang disajikan perusahaan kepada investor. Menurut Scott (2011), praktik manajemen laba dilakukan ketika manajemen menggunakan kebijakan akuntansi atau pertimbangan akuntansi tertentu untuk mengubah angka laba agar terlihat sesuai dengan tujuan tertentu, sehingga informasi laba yang seharusnya mencerminkan kinerja ekonomi perusahaan dapat menjadi kurang andal. Dalam konteks pasar modal, informasi laba memiliki peran penting karena menjadi dasar bagi investor dalam menilai prospek perusahaan dan mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, ketika laba dipandang tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya, pasar cenderung memberikan respons yang berbeda terhadap informasi tersebut (Hartono, 2022). Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa manajemen laba dapat berpengaruh terhadap reaksi pasar, meskipun hasilnya belum selalu konsisten.

Dalam pasar modal, investor menggunakan informasi laba sebagai dasar dalam menilai nilai perusahaan. Apabila investor menilai informasi laba yang dipublikasikan memiliki kualitas tinggi, maka pasar akan memberikan respons positif yang tercermin melalui abnormal return saham. Sebaliknya, apabila investor menduga adanya praktik manajemen laba, maka kepercayaan terhadap laporan keuangan dapat menurun sehingga memengaruhi reaksi pasar. Oleh karena itu, hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar masih menjadi topik yang menarik untuk dikaji karena mencerminkan sejauh mana pasar mampu mendeteksi kualitas informasi akuntansi yang dipublikasikan perusahaan (Rimadhany & Pujiono, 2024).

Hasil penelitian mengenai pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Penelitian Santi dan Kurniawati (2019) menunjukkan bahwa praktik manajemen laba mampu memoderasi hubungan antara informasi laba dan reaksi pasar, sehingga kualitas laba menjadi faktor yang memengaruhi respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan. Di sisi lain, penelitian Rimadhany dan Pujiono (2024) menemukan bahwa manajemen laba yang diukur menggunakan *Modified Jones Model* tidak selalu memperoleh respons negatif dari pasar karena investor mempertimbangkan berbagai informasi lain di luar laporan laba. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan masih terdapat *research gap* mengenai bagaimana praktik manajemen laba memengaruhi reaksi pasar.

Selain manajemen laba, mekanisme *Good Corporate Governance* juga diperkirakan berperan dalam memengaruhi respons investor terhadap informasi perusahaan. Salah satu mekanisme pengawasan yang penting adalah Dewan Komisaris Independen. Komisaris independen memiliki fungsi untuk mengawasi kebijakan direksi, memastikan kepatuhan terhadap prinsip tata kelola perusahaan yang baik, serta mengurangi potensi tindakan oportunistik manajemen. Dengan fungsi pengawasan tersebut, keberadaan komisaris independen diharapkan mampu meningkatkan kredibilitas laporan keuangan sehingga hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar dapat berubah. Putri dan Wirawati (2023) menunjukkan bahwa dewan komisaris independen merupakan salah satu mekanisme *Good Corporate Governance* yang berpengaruh terhadap praktik manajemen laba, sehingga keberadaannya menjadi faktor yang penting untuk dipertimbangkan dalam penelitian mengenai kualitas informasi akuntansi.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar serta menguji apakah Dewan Komisaris Independen mampu memoderasi hubungan tersebut pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 dalam jangka waktu 2021 - 2025. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur mengenai kualitas laba, reaksi pasar, dan implementasi Good Corporate

Governance, serta menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam mengevaluasi informasi keuangan yang dipublikasikan perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa perbedaan dibandingkan penelitian sebelumnya. Pertama, penelitian ini menempatkan Dewan Komisaris Independen sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar. Kedua, penelitian ini menggunakan *Modified Jones Model* untuk mengukur manajemen laba akrual serta *Cumulative Abnormal Return* (CAR) sebagai proksi reaksi pasar. Ketiga, penelitian ini menggunakan data panel yang terdiri atas perusahaan-perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam indeks LQ45 selama periode 2021–2025. Indeks LQ45 dipilih sebagai objek penelitian karena indeks tersebut merepresentasikan saham-saham perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas perdagangan dan kapitalisasi pasar yang relatif tinggi di Bursa Efek Indonesia, sehingga informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan dalam indeks tersebut cenderung memperoleh perhatian yang lebih besar dari investor. Kondisi tersebut relevan dengan penelitian yang menguji reaksi pasar karena semakin aktif perdagangan saham suatu perusahaan, semakin memungkinkan informasi keuangan yang dipublikasikan tercermin dalam aktivitas dan harga sahamnya. Selain itu, penggunaan perusahaan yang secara konsisten tercatat dalam LQ45 selama periode pengamatan diharapkan dapat menghasilkan sampel yang lebih homogen dalam hal karakteristik likuiditas dan keterpaparan investor terhadap informasi perusahaan. Keempat, analisis dilakukan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) pada EViews 13, sehingga diharapkan mampu memberikan bukti empiris yang lebih komprehensif mengenai peran Dewan Komisaris Independen dalam memoderasi pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar.

LANDASAN TEORI

Manajemen Laba

Manajemen laba (*earnings management*) merupakan tindakan manajemen dalam memanfaatkan fleksibilitas yang diberikan oleh standar akuntansi untuk memengaruhi angka laba yang dilaporkan tanpa harus melanggar prinsip akuntansi yang berlaku. Praktik ini dilakukan untuk mencapai tujuan tertentu, seperti memenuhi target laba, mempertahankan citra perusahaan, memperoleh bonus berbasis kinerja, maupun memenuhi ketentuan kontrak utang. Dalam perspektif *Agency Theory*, manajemen laba muncul akibat adanya konflik kepentingan antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*). Ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*) memberikan peluang bagi manajemen untuk memilih kebijakan akuntansi yang dapat memengaruhi informasi laba sehingga tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi ekonomi perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Menurut Patricia. M. Dechow, Sloan, dan Sweeney (1995), manajemen laba umumnya dilakukan melalui penggunaan *discretionary accruals*, yaitu komponen akrual yang masih berada dalam kebijakan atau diskresi manajemen. Oleh karena itu, praktik manajemen laba tidak selalu identik dengan pelanggaran standar akuntansi, melainkan merupakan pemanfaatan keleluasaan dalam proses penyusunan laporan keuangan. Namun, apabila kebijakan tersebut digunakan untuk menyesatkan pengguna laporan keuangan mengenai kinerja ekonomi perusahaan, maka kualitas laba menjadi menurun dan keputusan investor dapat terdistorsi.

Penelitian Dechow et al. (1995) membandingkan berbagai model pendeteksian manajemen laba berbasis akrual dan menyimpulkan bahwa *Modified Jones Model* memiliki kemampuan yang lebih baik dibandingkan model-model sebelumnya dalam mendeteksi praktik manajemen laba. Keunggulan utama model ini terletak pada penyesuaian terhadap perubahan piutang (*changes in receivables*), sehingga mampu mengurangi kemungkinan salah mengidentifikasi akrual normal sebagai praktik manajemen laba. Dengan demikian, *Modified*

Jones Model dinilai memiliki daya deteksi (*power*) dan spesifikasi yang lebih baik dalam mengestimasi *discretionary accruals*, sehingga banyak digunakan dalam penelitian akuntansi dan keuangan hingga saat ini.

Sejalan dengan pendapat tersebut, Kadir et al. (2026)menjelaskan bahwa *Modified Jones Model* merupakan salah satu pendekatan yang paling banyak digunakan dalam mengidentifikasi praktik manajemen laba karena mampu memisahkan komponen akrual normal (*non-discretionary accruals*) dari komponen akrual yang dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (*discretionary accruals*). Model ini dianggap lebih akurat dibandingkan *Jones Model* karena memperhitungkan perubahan piutang usaha sebagai salah satu faktor yang berpotensi digunakan manajemen untuk memanipulasi laba.

Pengukuran manajemen laba dalam *Modified Jones Model* dilakukan melalui nilai *Discretionary Accruals* (DA). Tahapan perhitungannya dimulai dengan menentukan *Total Accruals* (TAC), kemudian mengestimasi *Non-Discretionary Accruals* (NDA) menggunakan model regresi, dan selanjutnya memperoleh nilai discretionary accrual sebagai selisih antara total accrual yang telah dinormalisasi dengan non-discretionary accrual.

Nilai discretionary accrual yang semakin besar menunjukkan semakin tingginya tingkat intervensi manajemen terhadap laba yang dilaporkan, sedangkan nilai yang mendekati nol menunjukkan bahwa laba perusahaan lebih mencerminkan kondisi ekonomi yang sebenarnya.
Dalam konteks pasar modal, praktik manajemen laba memiliki implikasi terhadap kualitas informasi yang diterima investor. Laporan laba yang dipengaruhi oleh kebijakan akrual dapat mengubah persepsi investor mengenai kinerja perusahaan, sehingga berpotensi memengaruhi reaksi pasar. Rimadhany dan Pujiono (2024) menyatakan bahwa hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar masih menunjukkan hasil yang beragam karena investor tidak hanya mempertimbangkan informasi laba, tetapi juga mengevaluasi mekanisme tata kelola perusahaan dan informasi nonkeuangan lainnya. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan *Modified Jones Model* sebagai proksi manajemen laba karena merupakan model yang telah memperoleh dukungan empiris yang luas dan dinilai mampu memberikan estimasi discretionary accrual yang lebih andal dibandingkan model akrual lainnya.

Reaksi Pasar

Reaksi pasar (*market reaction*) merupakan respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan maupun informasi lain yang dianggap memiliki kandungan nilai ekonomi. Menurut Hartono (2022), reaksi pasar dapat diamati melalui perubahan harga saham setelah suatu informasi diumumkan. Apabila informasi tersebut mengandung nilai yang relevan (*information content*), maka investor akan merespons dengan melakukan transaksi yang menyebabkan perubahan harga saham dan menghasilkan *abnormal return*. Sebaliknya, apabila informasi yang dipublikasikan tidak memiliki kandungan informasi yang berarti, maka pasar tidak akan menunjukkan perubahan harga saham yang signifikan.

Dalam penelitian pasar modal, reaksi pasar umumnya dianalisis menggunakan metode *event study*, yaitu metode yang mengamati perubahan harga saham di sekitar tanggal suatu peristiwa (*event date*). Menurut Hartono, (2022), tujuan utama event study adalah mengetahui apakah suatu peristiwa mengandung informasi yang mampu memengaruhi keputusan investor. Reaksi tersebut diukur menggunakan *abnormal return*, yaitu selisih antara return aktual (*actual return*) dan return yang diharapkan (*expected return*). Apabila abnormal return bernilai positif, berarti investor memberikan respons positif terhadap informasi yang dipublikasikan. Sebaliknya, abnormal return yang bernilai negatif menunjukkan bahwa informasi tersebut dipersepsikan kurang baik oleh investor.

Menurut Santi dan Kurniawati (2019), informasi laba merupakan salah satu informasi yang paling diperhatikan oleh investor karena mencerminkan kinerja dan prospek perusahaan. Informasi laba yang berkualitas akan menghasilkan respons positif dari pasar, sedangkan informasi laba yang dipengaruhi oleh praktik manajemen laba dapat mengurangi kepercayaan investor terhadap laporan keuangan sehingga memengaruhi reaksi pasar.

Selain dipengaruhi oleh informasi internal perusahaan, reaksi pasar juga dipengaruhi oleh berbagai peristiwa eksternal. Penelitan Aldhepis et al. (2022) menunjukkan bahwa kebijakan *Tax Amnesty* memberikan respons yang tercermin melalui perubahan abnormal return dan aktivitas perdagangan saham. Sementara itu, hasil penelitian Sari et al. (2023)membuktikan bahwa konflik Rusia–Ukraina memengaruhi harga saham, *abnormal return*, *Cumulative Abnormal Return* (CAR), dan volume perdagangan saham. Kedua penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar akan bereaksi terhadap informasi yang dianggap relevan bagi investor, baik yang berasal dari perusahaan maupun lingkungan eksternal.

Dalam penelitian ini, reaksi pasar diproksikan menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) karena mampu menggambarkan respons investor secara kumulatif selama periode pengamatan. Menurut Hartono (2022), CAR diperoleh dengan menjumlahkan abnormal return selama jendela peristiwa (*event window*).

Dewan Komisaris Independen

Dewan Komisaris Independen merupakan bagian dari dewan komisaris yang tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham, maupun hubungan keluarga dengan direksi, komisaris lainnya, maupun pemegang saham pengendali sehingga mampu menjalankan fungsi pengawasan secara objektif dan independen. Keberadaan komisaris independen bertujuan untuk memastikan bahwa setiap keputusan yang diambil perusahaan dilakukan berdasarkan prinsip tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*), serta melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dan para pemangku kepentingan lainnya.

Dalam perspektif *Agency Theory*, keberadaan Dewan Komisaris Independen menjadi salah satu mekanisme pengawasan yang efektif untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham (*principal*) dengan manajemen (*agent*). Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa konflik keagenan muncul karena manajemen memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham (*information asymmetry*), sehingga terdapat peluang bagi manajemen untuk bertindak sesuai kepentingannya sendiri, termasuk melakukan praktik manajemen laba. Oleh karena itu, keberadaan komisaris independen diharapkan mampu meningkatkan efektivitas fungsi pengawasan sehingga perilaku oportunistik manajemen dapat diminimalkan.

Menurut Putri dan Wirawati (2023), Dewan Komisaris Independen memiliki fungsi utama dalam mengawasi kebijakan direksi, memastikan kepatuhan perusahaan terhadap peraturan yang berlaku, serta menjaga kualitas pelaporan keuangan. Semakin besar proporsi komisaris independen dalam suatu perusahaan, maka fungsi pengawasan terhadap manajemen akan semakin efektif sehingga peluang terjadinya manipulasi laporan keuangan dapat ditekan. Keberadaan komisaris independen juga diharapkan mampu meningkatkan kredibilitas informasi keuangan yang dipublikasikan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Sejalan dengan penelitian Herawaty (2008), Dewan Komisaris Independen merupakan salah satu mekanisme Good Corporate Governance yang mampu memperkuat kualitas

pengawasan terhadap proses penyusunan laporan keuangan. Komisaris independen yang bekerja secara objektif akan mendorong transparansi, akuntabilitas, serta meningkatkan kualitas laba yang dilaporkan perusahaan. Dengan demikian, keberadaan komisaris independen diharapkan dapat memengaruhi bagaimana investor merespons informasi laba yang dipublikasikan perusahaan.

Dalam penelitian ini, Dewan Komisaris Independen diukur menggunakan proporsi jumlah anggota komisaris independen terhadap total anggota dewan komisaris. Pengukuran ini banyak digunakan dalam penelitian Good Corporate Governance karena mampu menggambarkan tingkat independensi fungsi pengawasan perusahaan. Semakin tinggi proporsi komisaris independen, maka semakin besar kemampuan dewan komisaris dalam menjalankan fungsi monitoring terhadap tindakan manajemen.

Pengembagan Hipotesis

H1. Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Reaksi Pasar

Menurut Signaling Theory, laporan keuangan merupakan salah satu media yang digunakan perusahaan untuk menyampaikan informasi mengenai kondisi dan prospek perusahaan kepada investor. Informasi laba menjadi perhatian utama investor karena digunakan sebagai dasar dalam menilai kinerja perusahaan dan menentukan keputusan investasi. Apabila laba yang dilaporkan mencerminkan kondisi ekonomi perusahaan secara wajar, maka pasar akan memberikan respons positif. Sebaliknya, apabila laba dipengaruhi oleh praktik manajemen laba, maka kualitas informasi menjadi menurun sehingga dapat memengaruhi kepercayaan investor.

Dechow et al. (1995) menjelaskan bahwa manajemen laba akrual memungkinkan manajemen memanfaatkan fleksibilitas standar akuntansi untuk memengaruhi laba yang dilaporkan. Praktik tersebut dapat mengurangi kualitas informasi laba apabila dilakukan secara oportunistis.

Penelitian Santi dan Kurniawati (2019) menunjukkan bahwa informasi laba memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar, sedangkan praktik manajemen laba memengaruhi bagaimana investor merespons informasi laba tersebut. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar tidak hanya memperhatikan besarnya laba, tetapi juga mempertimbangkan kualitas laba yang disajikan.

Temuan serupa diperoleh oleh Rimadhany dan Pujiono (2024) yang menemukan bahwa praktik manajemen laba yang diukur menggunakan Modified Jones Model memengaruhi reaksi pasar karena investor cenderung merespons informasi laba yang dianggap kurang mencerminkan kondisi ekonomi perusahaan.

Selain itu, Scott (2011) menjelaskan bahwa manajemen laba dapat mengubah persepsi investor terhadap kualitas laba sehingga memengaruhi keputusan investasi dan akhirnya tercermin pada perubahan harga saham.

H2. Dewan Komisaris Independen Memoderasi Pengaruh Manajemen Laba terhadap Reaksi Pasar

Menurut *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976), konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dapat diminimalkan melalui mekanisme *Good Corporate Governance*. Salah satu mekanisme tersebut adalah keberadaan Dewan Komisaris Independen yang bertugas mengawasi kebijakan direksi serta memastikan bahwa laporan keuangan disusun secara objektif dan sesuai dengan prinsip transparansi.

Putri dan Wirawati (2023) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi komisaris independen, maka fungsi pengawasan terhadap manajemen akan semakin efektif sehingga

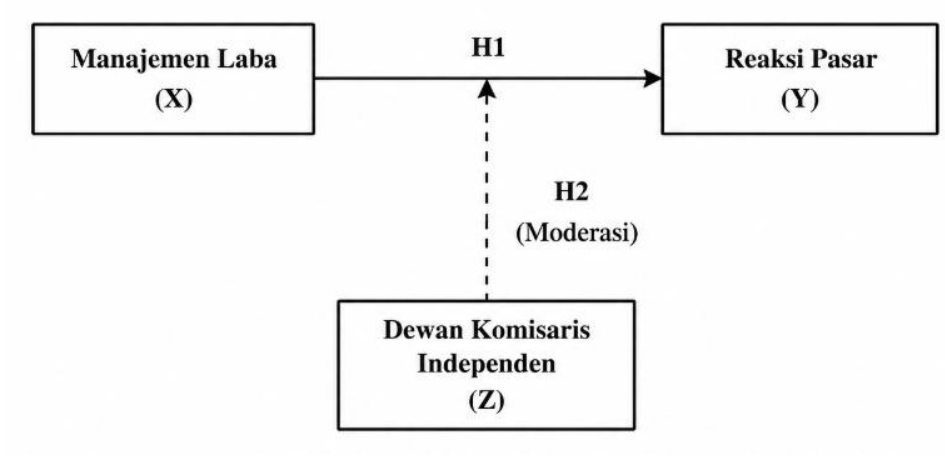
peluang terjadinya praktik manajemen laba menjadi lebih kecil.

Penelitian Herawaty (2008) juga menunjukkan bahwa mekanisme *Good Corporate Governance*, termasuk Dewan Komisaris Independen, mampu meningkatkan kualitas pelaporan keuangan dan mengurangi perilaku oportunistik manajemen.

Selanjutnya, Agustia (2013) menemukan bahwa proporsi Dewan Komisaris Independen berperan dalam menekan praktik manajemen laba melalui peningkatan efektivitas pengawasan terhadap proses penyusunan laporan keuangan.

Dengan fungsi pengawasan tersebut, keberadaan Dewan Komisaris Independen diperkirakan mampu meningkatkan kredibilitas informasi laba yang diterima investor. Informasi laba yang lebih kredibel akan menghasilkan respons pasar yang lebih sesuai dengan kondisi ekonomi perusahaan sehingga hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar diperkirakan dipengaruhi oleh proporsi Dewan Komisaris Independen.

Kerangka Penelitian



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Keterangan :

——————→ : Pengaruh langsung

- - - - - - - - → : Pengaruh moderasi (memperkuat atau memperlemah hubungan)

Hipotesis :

H1 : Manajemen laba berpengaruh terhadap reaksi pasar.

H2 : Dewan Komisaris Independen memoderasi pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausalitas (*causal research*), yang bertujuan untuk menguji pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar dengan Dewan Komisaris Independen sebagai variabel moderasi. Penelitian menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*), laporan keuangan perusahaan, data harga saham, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Analisis dilakukan menggunakan data panel dengan bantuan perangkat lunak EViews 13.

Untuk menguji peran Dewan Komisaris Independen sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara Manajemen Laba terhadap Reaksi Pasar penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Sebelum membentuk variabel interaksi, variabel independen dan

variabel moderasi terlebih dahulu dilakukan *mean centering*, yaitu dengan mengurangi setiap nilai observasi dengan nilai rata-rata variabel yang bersangkutan.

Teknik *mean centering* bertujuan untuk mengurangi potensi multikolinearitas yang umumnya muncul akibat korelasi yang tinggi antara variabel utama dengan variabel interaksi. Prosedur ini tidak mengubah hubungan antarvariabel maupun nilai koefisien regresi, tetapi membantu menghasilkan estimasi yang lebih stabil dan memudahkan interpretasi hasil regresi (Aiken et al., 1991; Hayes, 2022).

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2025. Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian sehingga sampel yang diperoleh mampu memberikan informasi yang relevan. Adapun kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam indeks LQ45 selama periode 2021–2025.
- Perusahaan tidak termasuk dalam sektor perbankan atau lembaga keuangan, karena karakteristik laporan keuangan perusahaan perbankan berbeda dengan sektor nonkeuangan, terutama dalam struktur aset, pengakuan pendapatan, serta komponen akrual, sehingga pengukuran manajemen laba menggunakan *Modified Jones Model* menjadi kurang sesuai.
- Perusahaan menerbitkan laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan yang telah diaudit secara lengkap selama periode penelitian.
- Perusahaan memiliki data yang lengkap untuk menghitung variabel penelitian, yaitu manajemen laba, Dewan Komisaris Independen, dan reaksi pasar.
- Perusahaan memiliki data harga saham harian dan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang tersedia selama periode pengamatan (*event window*) t−5 sampai t+5 di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan.

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, diperoleh sampel sebanyak 19 perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Date: 08/02/26 Time: 14:16
Sample: 2021 2025

	CAR	DAC	DKIC	INTERAKSI
Mean	0.024871	2.19E-18	1.17E-16	-0.000394
Median	0.024737	-0.002846	-0.027871	-2.64E-05
Maximum	0.275742	0.178918	0.405462	0.015279
Minimum	-0.212526	-0.146688	-0.142157	-0.047059
Std. Dev.	0.095094	0.068495	0.122405	0.008350
Skewness	0.334651	0.010843	1.906121	-2.830840
Kurtosis	2.969338	2.769012	6.902500	17.12029
Jarque-Bera	1.776920	0.213061	117.8107	916.1051
Probability	0.411289	0.898948	0.000000	0.000000
Sum	2.362756	1.04E-16	1.14E-14	-0.037440
Sum Sq. Dev.	0.850021	0.441010	1.408410	0.006555
Observations	95	95	95	95

Berdasarkan Tabel 1, jumlah observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 95

observasi, yang diperoleh dari 19 perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam indeks LQ45 selama periode 2021–2025.

Variabel Reaksi Pasar (CAR) memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,024871, yang menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan memperoleh *Cumulative Abnormal Return* (CAR) positif sebesar 2,49% selama periode pengamatan. Nilai minimum CAR sebesar -0,212526, sedangkan nilai maksimum sebesar 0,275742. Nilai standar deviasi sebesar 0,095094 lebih besar dibandingkan nilai rata-rata, yang menunjukkan bahwa variasi data CAR relatif tinggi sehingga terdapat perbedaan reaksi pasar yang cukup besar antar perusahaan dan periode pengamatan.

Variabel Manajemen Laba (DAc) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,000000 (secara output EViews ditampilkan 2,19E-18 atau mendekati nol). Hal ini terjadi karena variabel DAc telah melalui proses *mean centering*, sehingga rata-ratanya menjadi mendekati nol. Nilai minimum DAc sebesar -0,146688 dan nilai maksimum sebesar 0,178918, dengan standar deviasi sebesar 0,068495, yang menunjukkan adanya variasi praktik manajemen laba pada perusahaan sampel.

Variabel Dewan Komisaris Independen (DKIc) juga memiliki nilai rata-rata sebesar 0,000000 (ditampilkan 1,17E-16) karena telah dilakukan *mean centering* sebelum pembentukan variabel interaksi. Nilai minimum sebesar -0,142157, nilai maksimum sebesar 0,405462, dan standar deviasi sebesar 0,122405, yang menunjukkan adanya variasi proporsi dewan komisaris independen pada perusahaan sampel.

Variabel INTERAKSI, yang merupakan hasil perkalian antara DAc dan DKIc setelah proses *mean centering*, memiliki nilai rata-rata sebesar -0,000394, nilai minimum sebesar -0,047059, nilai maksimum sebesar 0,015279, dan standar deviasi sebesar 0,008350. Nilai rata-rata yang mendekati nol menunjukkan bahwa proses *mean centering* berhasil mengurangi korelasi antara variabel utama dengan variabel interaksi, sehingga membantu meminimalkan potensi multikolinearitas dalam model regresi.

Pemilihan Model Regresi

Pemilihan model regresi data panel dilakukan untuk menentukan model yang paling sesuai digunakan dalam penelitian. Pengujian dilakukan melalui Uji Chow dan Uji Lagrange Multiplier (LM). Uji Hausman tidak dilakukan karena berdasarkan hasil Uji Chow model yang terpilih adalah *Common Effect Model* (CEM), sehingga tidak diperlukan pengujian lebih lanjut antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM).

Tabel 2. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025792	0.009672	2.666781	0.0091
DAC	-0.099242	0.142151	-0.698145	0.4869
DKIC	-0.015542	0.083027	-0.187196	0.8519
INTERAKSI	2.336991	1.216603	1.920915	0.0579
R-squared	0.051000	Mean dependent var		0.024871
Adjusted R-squared	0.019714	S.D. dependent var		0.095094
S.E. of regression	0.094152	Akaike info criterion		-1.846630
Sum squared resid	0.806670	Schwarz criterion		-1.739098
Log likelihood	91.71491	Hannan-Quinn criter.		-1.803179
F-statistic	1.630120	Durbin-Watson stat		1.999869
Prob(F-statistic)	0.187882			

Uji Chow

Tabel 3. Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.991629	(18,73)	0.4789
Cross-section Chi-square	20.780569	18	0.2906

Uji Chow digunakan untuk menentukan apakah model *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM) yang lebih sesuai digunakan. Dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut.

- Jika nilai *Prob. Cross-section F* > 0,05, maka *Common Effect Model* (CEM) dipilih.
- Jika nilai *Prob. Cross-section F* < 0,05, maka *Fixed Effect Model* (FEM) dipilih.

Berdasarkan hasil Uji Chow diperoleh nilai *Prob. Cross-section F* sebesar 0,4789. Nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (0,4789 > 0,05), sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, model yang lebih sesuai adalah *Common Effect Model* (CEM) dan tidak terdapat perbedaan karakteristik individu yang signifikan antar perusahaan dalam model penelitian.

Uji LM

Tabel 4. Hasil Uji LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	1.412489	0.320368	1.732857
	(0.2346)	(0.5714)	(0.1880)

Uji Lagrange Multiplier (*Breusch–Pagan*) digunakan untuk menentukan apakah model *Common Effect Model* (CEM) atau *Random Effect Model* (REM) yang lebih tepat digunakan. Dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut.

- Jika nilai *Prob. Breusch-Pagan Cross-section* > 0,05, maka *Common Effect Model* (CEM) dipilih.
- Jika nilai *Prob. Breusch-Pagan Cross-section* < 0,05, maka *Random Effect Model* (REM) dipilih.

Berdasarkan hasil Uji Lagrange Multiplier diperoleh nilai *Prob. Breusch-Pagan Cross-section* sebesar 0,2346. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05 (0,2346 > 0,05), sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, model yang paling sesuai digunakan adalah *Common Effect Model* (CEM).

Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk memilih antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Namun, uji ini tidak dilakukan dalam penelitian ini karena berdasarkan hasil Uji Chow telah dipilih *Common Effect Model* (CEM). Uji Hausman hanya dilakukan apabila hasil Uji Chow menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan, sehingga diperlukan pengujian lanjutan untuk menentukan apakah model FEM atau REM yang lebih sesuai.

Uji Asumsi Klasik

Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan yang tinggi

antar variabel independen dalam model regresi. Pengujian dilakukan menggunakan *Correlation Matrix* pada perangkat lunak EViews 13. Menurut Gujarati dan Porter (2009), model regresi dikatakan tidak mengalami multikolinearitas apabila koefisien korelasi antar variabel independen lebih kecil dari 0,80.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

	CAR	DAC	DKIC	INTERAKSI
CAR	1.000000	-0.078495	-0.075915	0.213772
DAC	-0.078495	1.000000	-0.047505	-0.038799
DKIC	-0.075915	-0.047505	1.000000	-0.288983
INTER...	0.213772	-0.038799	-0.288983	1.000000

Berdasarkan Tabel 5, seluruh nilai korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,80. Nilai korelasi antara DAc dan DKIc sebesar -0,047505, antara DAc dan INTERAKSI sebesar -0,038799, sedangkan antara DKIc dan INTERAKSI sebesar -0,288983. Seluruh nilai tersebut menunjukkan tingkat hubungan yang rendah.

Selain itu, korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen (CAR) juga relatif kecil, yaitu sebesar -0,078495 untuk DAc, -0,075915 untuk DKIc, dan 0,213772 untuk INTERAKSI. Nilai-nilai ini hanya menggambarkan kekuatan hubungan sederhana dan bukan dasar utama dalam uji multikolinearitas, karena fokus pengujian adalah hubungan antar variabel independen.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengalami gejala multikolinearitas, sehingga seluruh variabel independen layak digunakan dalam analisis regresi. Rendahnya korelasi antar variabel juga menunjukkan bahwa proses mean centering yang dilakukan sebelum pembentukan variabel interaksi telah membantu menjaga hubungan antar variabel independen tetap rendah dan mengurangi potensi multikolinearitas.

Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah varians residual pada model regresi bersifat konstan (homoskedastisitas) atau tidak konstan (heteroskedastisitas). Pada penelitian ini, pengujian dilakukan menggunakan *Panel Cross-section Heteroskedasticity Likelihood Ratio* (LR) Test pada perangkat lunak EViews 13.

Dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut.

- Jika nilai Probabilitas (*Probability*) > 0,05, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (H_0 diterima).
- Jika nilai Probabilitas (*Probability*) < 0,05, maka terjadi heteroskedastisitas (H_0 ditolak).

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
Equation: UNTITLED
Specification: CAR C DAC DKIC INTERAKSI
Null hypothesis: Residuals are homoskedastic

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	33.53004	19	0.0209

Berdasarkan hasil *Panel Cross-section Heteroskedasticity Likelihood Ratio Test*, diperoleh nilai *Likelihood Ratio* sebesar 33,53004 dengan nilai *Probability* sebesar 0,0209. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (0,0209 < 0,05), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi mengalami gejala heteroskedastisitas, yang menunjukkan bahwa varians residual tidak konstan pada seluruh observasi.

Adanya heteroskedastisitas menyebabkan *standard error* yang dihitung menggunakan

metode *Ordinary Least Squares* (OLS) menjadi kurang akurat, sehingga nilai *t-statistic* dan *p-value* yang dihasilkan dapat memberikan inferensi statistik yang kurang andal. Oleh karena itu, untuk memperoleh hasil pengujian yang lebih valid, estimasi regresi dilakukan kembali menggunakan **White Cross-section Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors** pada perangkat lunak EViews 13. Pendekatan ini mempertahankan nilai koefisien regresi, namun mengoreksi *standard error, t-statistic*, dan *p-value* sehingga hasil pengujian tetap valid meskipun model mengalami heteroskedastisitas.

Penanganan Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil *Panel Cross-section Heteroskedasticity Likelihood Ratio Test*, diperoleh nilai *Probability* sebesar 0,0209, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi mengalami gejala heteroskedastisitas, sehingga asumsi homoskedastisitas pada model regresi tidak terpenuhi.

Gujarati dan Porter (2009) menjelaskan bahwa heteroskedastisitas menyebabkan varians galat (*error term*) menjadi tidak konstan sehingga **estimasi varians koefisien regresi menjadi tidak efisien**, meskipun estimasi koefisien regresinya tetap tidak bias. Dengan demikian, pengujian statistik yang menggunakan nilai *standard error*, *t-statistic*, dan *p-value* dapat menghasilkan kesimpulan yang kurang tepat apabila tidak dilakukan penyesuaian.

Menurut Wooldridge (2020), salah satu pendekatan yang umum digunakan untuk mengatasi permasalahan tersebut adalah *heteroskedasticity-consistent covariance estimator* (HCCME) atau *robust standard errors*, yang menghasilkan inferensi statistik tetap valid meskipun model mengalami heteroskedastisitas.

Dokumentasi resmi **EViews 13** juga menjelaskan bahwa:

"Robust covariance estimators provide coefficient covariance estimates that are valid in the presence of heteroskedasticity."

Kutipan tersebut menunjukkan bahwa metode *robust covariance* menghasilkan estimasi kovarians koefisien yang tetap valid ketika model mengalami heteroskedastisitas.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini menggunakan **White Cross-section Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance** pada perangkat lunak EViews 13. Metode ini tidak mengubah nilai koefisien regresi, tetapi mengoreksi *standard error, t-statistic,* dan *p-value*, sehingga hasil pengujian hipotesis menjadi lebih andal.

Analisis Moderated Regression Analysis (MRA)

Pengujian variabel moderasi dalam penelitian ini dilakukan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) secara bertahap. Tahapan ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen, pengaruh variabel moderasi terhadap variabel dependen, serta pengaruh variabel interaksi dalam memoderasi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Selain itu, analisis bertahap digunakan untuk mengidentifikasi jenis variabel moderasi berdasarkan klasifikasi Sharma et al. (1981)

Model I

Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh *Discretionary Accruals* (DAc) terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

Tabel 7. Hasil Regresi Model I

Dependent Variable: CAR
Method: Panel Least Squares
Date: 08/05/26 Time: 14:44
Sample: 2021 2025
Periods included: 5
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 95
White cross-section (period cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)
Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.024871	0.009313	2.670702	0.0558
DAC	-0.108977	0.110695	-0.984479	0.3806

R-squared	0.006161	Mean dependent var	0.024871
Adjusted R-squared	-0.004525	S.D. dependent var	0.095094
S.E. of regression	0.095308	Akaike info criterion	-1.842570
Sum squared resid	0.844783	Schwarz criterion	-1.788804
Log likelihood	89.52206	Hannan-Quinn criter.	-1.820844
F-statistic	0.576572	Durbin-Watson stat	1.928785
Prob(F-statistic)	0.449580		

Berdasarkan hasil regresi pada Model I, variabel DAc memiliki koefisien sebesar -0,108977 dengan nilai probabilitas sebesar 0,3806 (>0,05). Hasil tersebut menunjukkan bahwa **manajemen laba tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar**. Koefisien negatif mengindikasikan bahwa peningkatan praktik manajemen laba cenderung diikuti penurunan reaksi pasar, namun hubungan tersebut tidak signifikan secara statistik.

Model II

Model kedua digunakan untuk menguji pengaruh *Discretionary Accruals* (DAc) dan Dewan Komisaris Independen (DKIc) terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

Tabel 8. Hasil Regresi Model II

Dependent Variable: CAR
Method: Panel Least Squares
Date: 08/05/26 Time: 14:45
Sample: 2021 2025
Periods included: 5
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 95
White cross-section (period cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)
Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.024871	0.009468	2.626881	0.0584
DAC	-0.114241	0.116676	-0.979133	0.3830
DKIC	-0.062013	0.076281	-0.812954	0.4619

R-squared	0.012519	Mean dependent var	0.024871
Adjusted R-squared	-0.008948	S.D. dependent var	0.095094
S.E. of regression	0.095518	Akaike info criterion	-1.827934
Sum squared resid	0.839379	Schwarz criterion	-1.747286
Log likelihood	89.82688	Hannan-Quinn criter.	-1.795346
F-statistic	0.583172	Durbin-Watson stat	1.961304
Prob(F-statistic)	0.560175		

Hasil regresi pada Model II menunjukkan bahwa variabel DAc memiliki nilai probabilitas sebesar 0,3830, sedangkan variabel DKIc memiliki nilai probabilitas sebesar 0,4619. Kedua nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa **baik manajemen laba maupun Dewan Komisaris Independen tidak berpengaruh secara langsung terhadap reaksi pasar**.

Model III

Model ketiga merupakan model utama dalam pengujian moderasi, yaitu dengan memasukkan variabel interaksi antara DAc dan DKIc.

Tabel 9. Hasil Regresi Model III

Dependent Variable: CAR
Method: Panel Least Squares
Date: 08/05/26 Time: 14:47
Sample: 2021 2025
Periods included: 5
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 95
White cross-section (period cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)
Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025792	0.007806	3.304165	0.0298
DAC	-0.099242	0.113826	-0.871875	0.4325
DKIC	-0.015542	0.085318	-0.182169	0.8643
INTERAKSI	2.336991	0.586731	3.983074	0.0164

R-squared	0.051000	Mean dependent var	0.024871
Adjusted R-squared	0.019714	S.D. dependent var	0.095094
S.E. of regression	0.094152	Akaike info criterion	-1.846630
Sum squared resid	0.806670	Schwarz criterion	-1.739098
Log likelihood	91.71491	Hannan-Quinn criter.	-1.803179
F-statistic	1.630120	Durbin-Watson stat	1.999869
Prob(F-statistic)	0.187882		

Hasil regresi Model III menunjukkan bahwa variabel DAc memiliki nilai probabilitas sebesar 0,4325, sedangkan variabel DKIc memiliki nilai probabilitas sebesar 0,8643. Kedua variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar karena memiliki nilai probabilitas lebih besar dari 0,05.

Sebaliknya, variabel INTERAKSI memiliki koefisien sebesar 2,336991 dengan nilai probabilitas 0,0164, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa **Dewan Komisaris Independen mampu memoderasi hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar**. Koefisien interaksi yang bernilai positif mengindikasikan bahwa keberadaan Dewan Komisaris Independen **memperkuat** hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar.

Indentifikasi Jenis Variabel Moderasi

Berdasarkan klasifikasi Sharma et al. (1981), jenis variabel moderasi dapat diidentifikasi berdasarkan signifikansi variabel moderasi dan variabel interaksi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel Dewan Komisaris Independen (DKIc) tidak berpengaruh secara langsung terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR) karena memiliki nilai probabilitas sebesar 0,8643 (>0,05). Namun demikian, variabel INTERAKSI memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0164 (<0,05), yang menunjukkan bahwa interaksi antara DAc dan DKIc berpengaruh signifikan terhadap CAR.

Berdasarkan kondisi tersebut, **Dewan Komisaris Independen diklasifikasikan sebagai *pure moderator***. Hal ini menunjukkan bahwa Dewan Komisaris Independen tidak memengaruhi reaksi pasar secara langsung, tetapi mampu mengubah atau memperkuat hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar. Dengan demikian, keberadaan Dewan Komisaris Independen

berperan sebagai mekanisme tata kelola perusahaan yang meningkatkan efektivitas hubungan antara praktik manajemen laba dan respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan.

Uji Signifikansi Simultan (Uji F/Wald Robust)

Uji signifikansi simultan dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen yang terdapat dalam Model III secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Karena model penelitian mengalami gejala heteroskedastisitas dan estimasi dilakukan menggunakan **White Cross-section Robust Standard Errors**, pengujian signifikansi simultan dilakukan menggunakan **Wald Test** dengan statistik F yang telah disesuaikan terhadap standar error robust.

Pada Model III, pengujian dilakukan terhadap tiga koefisien secara simultan, yaitu manajemen laba (DAC), Dewan Komisaris Independen (DKIC), dan variabel interaksi antara manajemen laba dengan Dewan Komisaris Independen (INTERAKSI). Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

H_0: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$, yang berarti DAC, DKIC, dan INTERAKSI secara simultan tidak berpengaruh terhadap CAR.

H_a: Paling sedikit terdapat satu $\beta \neq 0$, yang berarti DAC, DKIC, dan/atau INTERAKSI secara simultan berpengaruh terhadap CAR.

Berdasarkan hasil **Wald Test Robust**, diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 10. Hasil Wald Test Robust

Wald Test:
Equation: EQ01 WHITE

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	10.13611	(3, 91)	0.0000
Chi-square	30.40834	3	0.0000

Null Hypothesis: C(2)=0, C(3)=0, C(4)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(2)	-0.099242	0.113826
C(3)	-0.015542	0.085318
C(4)	2.336991	0.586731

Restrictions are linear in coefficients.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai **F-statistic sebesar 10,13611** dengan nilai probabilitas sebesar **0,0000**. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,0000 < 0,05), maka **H_0 ditolak dan H_a diterima**.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa **DAC, DKIC, dan INTERAKSI secara simultan berpengaruh signifikan terhadap CAR**. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan secara bersama-sama memiliki kemampuan dalam menjelaskan variasi reaksi pasar yang diproksikan dengan Cumulative Abnormal Return (CAR).

Hasil *Wald Robust* ini juga menunjukkan bahwa meskipun pada pengujian parsial terdapat variabel tertentu yang tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR, secara simultan variabel manajemen laba, Dewan Komisaris Independen, dan interaksi keduanya tetap memiliki pengaruh

yang signifikan terhadap reaksi pasar. Oleh karena itu, Model III secara keseluruhan dapat digunakan untuk menganalisis hubungan antara manajemen laba, Dewan Komisaris Independen, dan reaksi pasar.

Pembahasan

Pengaruh Manajemen Laba terhadap Reaksi Pasar

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel Manajemen Laba (DAc) memiliki nilai probabilitas sebesar **0,4325**, lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, Hipotesis pertama (H_1) ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa manajemen laba tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam indeks LQ45 selama periode 2021–2025.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa praktik manajemen laba yang dilakukan perusahaan belum mampu memengaruhi respons investor yang diukur menggunakan Cumulative Abnormal Return (CAR). Menurut Hartono (2022), reaksi pasar merupakan perubahan harga saham yang terjadi setelah pasar menerima suatu informasi. Reaksi tersebut tercermin melalui abnormal return yang kemudian diakumulasikan menjadi *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Tidak signifikannya pengaruh manajemen laba menunjukkan bahwa informasi yang terkandung dalam praktik manajemen laba belum dianggap sebagai informasi yang cukup relevan oleh investor untuk mengubah keputusan investasinya.

Dari perspektif Signaling Theory, informasi laba seharusnya menjadi sinyal yang digunakan investor dalam mengevaluasi prospek perusahaan. Namun, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investor pada perusahaan LQ45 tidak hanya mempertimbangkan informasi laba, tetapi juga memperhatikan kondisi fundamental perusahaan, prospek pertumbuhan, risiko investasi, serta kondisi ekonomi secara keseluruhan sebelum mengambil keputusan investasi.

Selain itu, penggunaan *Modified Jones Model* yang dikembangkan oleh Dechow et al. (1995) memungkinkan praktik manajemen laba akrual diukur secara lebih akurat melalui pemisahan komponen akrual diskresioner dan non-diskresioner. Meskipun demikian, hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat manajemen laba yang teridentifikasi menggunakan model tersebut belum mampu memengaruhi reaksi pasar secara signifikan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Santi dan Kurniawati yang menemukan bahwa informasi laba berpengaruh terhadap reaksi pasar ketika dipengaruhi oleh praktik manajemen laba. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa investor masih memberikan perhatian terhadap kualitas informasi laba yang disampaikan perusahaan. Perbedaan hasil kemungkinan disebabkan oleh perbedaan karakteristik sampel penelitian. Penelitian Santi dan Kurniawati menggunakan perusahaan manufaktur, sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45, yang umumnya memiliki likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar besar, dan tingkat keterbukaan informasi yang lebih baik.

Hasil penelitian ini justru lebih mendukung temuan Rimadhany dan Pujiono, yang menyatakan bahwa informasi akuntansi yang mengandung praktik manajemen laba tidak selalu memperoleh respons signifikan dari pasar. Investor diduga telah mempertimbangkan berbagai informasi lain di luar angka laba sehingga praktik manajemen laba tidak secara langsung memengaruhi perubahan harga saham.

Peran Dewan Komisaris Independen dalam Memoderasi Pengaruh Manajemen Laba terhadap Reaksi Pasar

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel INTERAKSI memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0164, lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, Hipotesis kedua (H_2)

diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa Dewan Komisaris Independen mampu memoderasi pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar.

Koefisien interaksi sebesar 2,336991 menunjukkan arah hubungan positif, yang berarti keberadaan Dewan Komisaris Independen memperkuat hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar. Dengan kata lain, semakin tinggi proporsi dewan komisaris independen dalam perusahaan, semakin kuat respons investor terhadap informasi laba yang dipublikasikan perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian bertahap menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA), variabel Dewan Komisaris Independen dapat dikategorikan sebagai **pure moderator**. Hal ini ditunjukkan oleh tidak signifikannya pengaruh langsung Dewan Komisaris Independen terhadap reaksi pasar (p-value = 0,8643 > 0,05), sedangkan variabel interaksi antara manajemen laba dan Dewan Komisaris Independen berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar (p-value = 0,0164 < 0,05). Menurut Sharma et al. (1981), kondisi tersebut menunjukkan bahwa variabel moderasi tidak memengaruhi variabel dependen secara langsung, tetapi memengaruhi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen, sehingga termasuk ke dalam kategori **pure moderator**.

Temuan tersebut mendukung *Agency Theory* yang menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dapat diminimalkan melalui mekanisme pengawasan yang efektif. Dewan komisaris independen memiliki fungsi utama dalam mengawasi kebijakan manajemen serta memastikan bahwa laporan keuangan disusun secara objektif dan sesuai dengan prinsip tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*). Pengawasan tersebut meningkatkan kredibilitas informasi keuangan sehingga investor memberikan respons yang lebih besar terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian I. G. A. M. A. D. Putri dan N. G. P. Wirawati, yang menyatakan bahwa keberadaan dewan komisaris independen berperan penting dalam menekan perilaku oportunistik manajemen melalui fungsi pengawasan yang lebih efektif. Semakin efektif pengawasan yang dilakukan, semakin tinggi kualitas informasi keuangan yang dihasilkan perusahaan.

Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun manajemen laba secara langsung tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar, keberadaan dewan komisaris independen mampu meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi yang disampaikan perusahaan. Investor cenderung menilai bahwa perusahaan dengan proporsi dewan komisaris independen yang lebih tinggi memiliki sistem pengawasan yang lebih baik, sehingga informasi laba yang dipublikasikan dianggap lebih kredibel.

Temuan ini memperkuat penelitian sebelumnya mengenai pentingnya mekanisme Good Corporate Governance dalam meningkatkan kualitas pelaporan keuangan. Dewan komisaris independen tidak hanya berfungsi sebagai mekanisme pengawasan internal, tetapi juga menjadi sinyal positif bagi investor mengenai komitmen perusahaan terhadap transparansi, akuntabilitas, dan perlindungan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, keberadaan dewan komisaris independen mampu memperkuat hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan mengenai pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar dengan Dewan Komisaris Independen sebagai variabel moderasi pada perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam indeks LQ45 periode 2021–2025, dapat disimpulkan bahwa manajemen laba tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Hasil

pengujian menunjukkan bahwa praktik manajemen laba yang diukur menggunakan *Modified Jones Model* belum mampu memengaruhi reaksi investor yang diproksikan dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Dengan demikian, praktik manajemen laba yang dilakukan perusahaan dalam periode penelitian belum menjadi informasi yang cukup kuat bagi investor dalam menentukan respons terhadap saham perusahaan.

Selanjutnya, Dewan Komisaris Independen terbukti mampu memoderasi pengaruh manajemen laba terhadap reaksi pasar. Koefisien interaksi yang bernilai positif dan signifikan menunjukkan bahwa Dewan Komisaris Independen memperkuat hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi Dewan Komisaris Independen dalam suatu perusahaan, semakin kuat pula respons pasar terhadap informasi laba yang dipublikasikan perusahaan. Dengan demikian, keberadaan Dewan Komisaris Independen dapat menjadi salah satu mekanisme tata kelola perusahaan yang berperan dalam meningkatkan efektivitas pengawasan dan memengaruhi respons investor terhadap informasi keuangan perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil penelitian. Pertama, sampel penelitian hanya mencakup perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut dalam indeks LQ45 selama periode 2021–2025. Kondisi tersebut menyebabkan karakteristik sampel relatif terbatas pada perusahaan dengan kriteria tertentu, sehingga hasil penelitian belum dapat digeneralisasi untuk seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kedua, penelitian ini hanya menggunakan Dewan Komisaris Independen sebagai variabel moderasi, sehingga belum mempertimbangkan mekanisme *Good Corporate Governance* lainnya, seperti komite audit, kepemilikan institusional, atau kepemilikan manajerial. Ketiga, reaksi pasar dalam penelitian ini hanya diproksikan menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR), sehingga hasil penelitian belum sepenuhnya menggambarkan seluruh aspek respons pasar terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan yang telah diuraikan, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas objek penelitian dengan menggunakan sektor perusahaan yang lebih beragam atau mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga hasil penelitian memiliki tingkat generalisasi yang lebih baik. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan mekanisme *Good Corporate Governance* lainnya, seperti komite audit, kepemilikan institusional, atau kualitas audit sebagai variabel moderasi maupun variabel kontrol untuk memperoleh pemahaman yang lebih luas mengenai peran tata kelola perusahaan dalam hubungan antara manajemen laba dan reaksi pasar. Penelitian selanjutnya juga disarankan untuk menggunakan proksi reaksi pasar selain *Cumulative Abnormal Return* (CAR), seperti *Trading Volume Activity* (TVA) atau *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR), sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai respons pasar terhadap informasi perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

Agustia, D. (2013). Pengaruh Faktor Good Corporate Governance, Free Cash Flow, dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, *15*(1), 27–42. https://doi.org/10.9744/jak.15.1.27-42

Aiken, L. S., West, S. G., & Reno, R. R. (1991). *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*. SAGE.

Aldhepis, G., Priyarsono, D., & Andati, T. (2022). Capital Market Reaction to The Tax Amnesty Policy (Study on Banking Sector Share in Indonesia). *Jurnal Riset Ekonomi Manajemen*

(REKOMEN), *5*, 103–116. https://doi.org/10.31002/rn.v5i2.4843

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, *70*, 193–225.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Irwin.

Hartono, J. (2022). *PORTOFOLIO DAN ANALISIS INVESTASI: Pendekatan Modul (Edisi 2)*. Penerbit Andi.

Hayes, A. F. (2022). *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach*. Guilford Publications.

Herawaty, V. (2008). Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable Dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Universitas Kristen Petra*, *10*(2), 97–108. https://doi.org/10.9744/jak.10.2.PP

Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*.

Kadir, K. O., Suma, T. L., Mokodongan, S. R., & Arsyad, N. F. (2026). *Analisis Earnings Management Berdasarkan Modified Jones Model (Studi Kasus pada Perusahaan Jasa Transportasi)*. *5*(1).

Putri, I. G. A. M. A. D., & Wirawati, N. G. P. (2023). Dewan Komisaris Independen, Komite Audit, Firm Growth, Leverage dan Manajemen Laba. *E-Jurnal Akuntansi*, *33*(12). https://doi.org/10.24843/EJA.2023.v33.i12.p19

Rimadhany, N. A., & Pujiono. (2024). Tinjauan Informasi Akuntansi Manajemen Laba Terhadap Reaksi Pasar Dengan Model Jones Modifikasian Di Sektor Perdagangan, Jasa, Dan Investasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Manajemen*.

Santi, S., & Kurniawati, K. (2019). Pengaruh Informasi Laba Terhadap Reaksi Pasar Dengan Manajemen Laba Riil Dan Manajemen Laba Akrual Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi*, *13*(1), 1–23. https://doi.org/10.25170/jara.v13i1.485

Sari, E. L., Ismail, T., & Geraldina, I. (2023, October 18). Comparative Analysis of Stock Prices, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, and Trading Volume Activity in the Indonesia Stock Exchange: An Event Study of the Russia-Ukraine War | European Journal of Business and Management Research.

Scott, W. R. (2011). *Financial Accounting Theory*. Pearson Canada.

Sharma, S., Durand, R. M., & Gur-Arie, O. (1981). Identification and Analysis of Moderator Variables. *Journal of Marketing Research*, *18*(3), 291–300. https://doi.org/10.2307/3150970

Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Cengage Learning India.