

## Menilai Peran Pemasaran Pada Pengumuman Laba: Respon Pasar Saham Terhadap Kejutan Metrik Pemasaran

Aftuqa Sholikatur Rohmania<sup>1</sup>, Ronaldo Aprili<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universitas Sains dan Teknologi Komputer

Jl. Majapahit No. 605 Semarang, No telp : 024 6710144, e-mail: [aftuq@stekom.ac.id](mailto:aftuq@stekom.ac.id)

<sup>2</sup>Universitas Sains dan Teknologi Komputer

Jl. Majapahit No. 605 Semarang, No telp : 024 6710144, e-mail: [ronaldo@stekom.ac.id](mailto:ronaldo@stekom.ac.id)

### ARTICLE INFO

Article history:

Received 30 Februari 2023

Received in revised form 2 Maret 2023

Accepted 10 April 2023

Available online 02 Mei 2023

### ABSTRACT

**Introduction/Main Objective:** This study seeks to assess the impact of company performance on marketing metrics that exceeds consensus analyst expectations on marketing metrics i.e. marketing metrics surprise on stock market returns. **Background Problem:** Quarterly earnings announcements are important events in a company's life cycle, where companies disclose information about their quarterly earnings, and investors update their beliefs about the company's overall financial health. **Novelty:** Furthermore, this study highlights the increasing time variation effect of marketing metric shocks while the decreasing effect of earnings shocks. Finally, this study compares the relative information content of marketing metric shocks compared to earnings shocks across various industries. **Research Method:** This study uses the event study methodology at the time of earnings announcements to investigate stock market reactions to surprises in marketing metrics. Recognizing that not all companies voluntarily disclose their industry-specific marketing metrics, the same was corrected using Heckman's correction. **Finding Result** The findings of this study indicate that marketing metric surprises act as good news for investors, this indicates that marketing metric surprises for the telecommunications and media industry are superior to earnings surprises in explaining stock returns. **Conclusion:** the results of this study show that the impact on stock returns depends on marketing resource allocation signals of companies and investors filter out unexpected marketing expenditure cues. The findings of this research are very important for marketing managers who can utilize resources efficiently to beat market expectations. Marketing executives can also make use of these findings in establishing the accountability of the marketing department in the capital markets.

**Keywords:** Marketing Roles, Stock Market, Marketing Metrics

### Abstrak

Tujuan Utama: Studi ini berusaha untuk menilai dampak kinerja perusahaan pada metrik pemasaran yang melebihi ekspektasi analisis konsensus pada metrik pemasaran yaitu kejutan metrik pemasaran pada pengembalian pasar saham. Latar Belakang Masalah : Quarterly earnings announcements adalah peristiwa penting dalam siklus hidup perusahaan, di mana perusahaan mengungkapkan informasi tentang pendapatan triwulanan mereka, dan investor memperbarui keyakinan mereka tentang kesehatan keuangan perusahaan secara keseluruhan. Kebaruan : Selanjutnya, penelitian ini menyoroti peningkatan efek variasi waktu dari kejutan metrik pemasaran sedangkan penurunan efek kejutan pendapatan. Terakhir, penelitian ini membandingkan kandungan informasi relatif dari kejutan metrik pemasaran dibandingkan dengan kejutan pendapatan di berbagai industri. Metode Penelitian: Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa pada saat pengumuman laba untuk menyelidiki reaksi pasar saham terhadap kejutan dalam metrik pemasaran. Menyadari bahwa tidak semua perusahaan secara sukarela mengungkapkan metrik pemasaran khusus industri mereka, hal yang sama dikoreksi menggunakan koreksi Heckman. Hasil Temuan: Penelitian ini menunjukkan bahwa kejutan metrik pemasaran bertindak sebagai kabar baik bagi investor, ini menunjukkan bahwa kejutan metrik pemasaran industri telekomunikasi dan media lebih unggul daripada kejutan pendapatan dalam menjelaskan return saham. Kesimpulan : hasil penelitian ini menunjukkan dampak terhadap pengembalian saham bergantung pada sinyal alokasi sumber daya pemasaran perusahaan dan investor menyaring isyarat pengeluaran pemasaran yang tidak terduga. Temuan penelitian ini sangat penting bagi manajer pemasaran yang dapat memanfaatkan sumber daya secara efisien untuk mengalahkan ekspektasi pasar. Eksekutif pemasaran juga dapat memanfaatkan temuan ini dalam menetapkan akuntabilitas departemen pemasaran di pasar modal.

**Keywords:** Peran Marketing, Pasar Saham, Metrik Pemasaran

## 1. PENDAHULUAN

Secara tradisional, investor berfokus pada informasi keuangan terutama laba per saham (eps) pada pengumuman laba. "Pasar saham menghargai perusahaan yang memenuhi atau mengalahkan ekspektasi pasar eps yakni investor yang bereaksi terhadap informasi baru di eps" (Bartov et al. 2002). "Namun, kekuatan penjelas eps telah menurun karena perusahaan berfokus pada dan membangun lebih banyak aset tidak berwujud yang tidak terlihat dalam hasil pendapatan" (Francis dan Schipper 1999). Selain itu, "diketahui bahwa pemasaran sangat penting dalam membangun aset tidak berwujud perusahaan melalui branding, hubungan pelanggan" (Srivastava et al. 1998). Penelitian ini, berusaha mengevaluasi kinerja metrik output pemasaran di luar ekspektasi pasar/analisis (kejutan metrik pemasaran) pada saat pengumuman pendapatan. Studi yang ada tentang pengembalian saham ke metrik output pemasaran baik menggunakan metrik pemasaran subjektif yang tidak diungkapkan oleh perusahaan fokus pada pengumuman pendapatan atau hanya metrik pemasaran objektif yang terbatas hanya pada beberapa industri. "Selanjutnya, pasar saham hanya bereaksi terhadap informasi baru atau kinerja tak terduga (kejutan) dalam kinerja perusahaan dan studi pemasaran yang ada menggunakan model autoregresif untuk memprediksi kinerja tak terduga ini dengan mengabaikan ekspektasi analisis terhadap model tersebut (Mizik dan Jacobson 2008). Penelitian ini fokus pada pengembalian pasar saham dalam metrik output pemasaran objektif di berbagai industri yang diungkapkan oleh perusahaan yang fokus saat mengumumkan pendapatan. Selanjutnya, perkiraan metrik pemasaran ini dilakukan oleh analisis keuangan. Ketika sebuah perusahaan mengungkapkan metrik pemasaran tersebut, mereka mungkin secara positif (negatif) mengejutkan ekspektasi pasar terhadap metrik pemasaran ini (atau kurang dari) perkiraan analisis keuangan. Namun, kejutan dalam metrik pemasaran membutuhkan sumber daya pemasaran yang lebih tinggi yang dapat berdampak negatif terhadap profitabilitas atau pengembalian saham saat ini, dan pada saat yang sama, dapat membawa cash flow saat ini dan masa depan yang lebih tinggi karena lebih banyak aset tidak berwujud. Sehingga untuk membangun ekonomi informasi, konten informasi dinilai dalam kejutan metrik pemasaran di luar pengaruh kejutan metrik keuangan pada saat pengumuman pendapatan. Selanjutnya, konten informasi dari kejutan metrik pemasaran dapat bervariasi di lingkungan informasi yang berbeda, dapat bervariasi dari waktu ke waktu, konten informasi relatif dari kejutan metrik pemasaran mungkin berbeda dari kejutan eps. Oleh karena itu, kondisi batas tersebut harus diuji. Pertama, moderator diambil dari literatur tentang asimetri informasi di mana perusahaan (agen) menggunakan strategi pensinyalan sedangkan investor (prinsipal) menggunakan strategi penyaringan untuk mengurangi asimetri di sekitar informasi baru kejutan metrik pemasaran. Secara khusus, perusahaan memberi sinyal alokasi sumber daya pemasaran mereka melalui penekanan strategis mereka, yaitu penekanan pada apropriasi nilai relatif terhadap penciptaan nilai. Pensinyalan penekanan strategis penting dalam mengkomunikasikan ke pasar

*Menilai Peran Pemasaran Pada Pengumuman Laba: Respon Pasar Saham Terhadap Kejutan Metrik Pemasaran (Aftuqa Sholikatur Rohmania)*

saham kemungkinan perusahaan dapat mencapai dan menstabilkan Future Cash flow yang dihasilkan oleh konten informasi (kejutan) dalam metrik pemasaran. Di sisi lain, investor, yang merupakan pemain yang kurang mendapat informasi di pasar, dapat menyaring perusahaan yang terlibat dalam pengeluaran tak terduga dalam pemasaran untuk menilai kandungan informasi metrik pemasaran. Kedua, peneliti keuangan dan akuntansi telah menekankan bahwa efek kejutan pendapatan telah menurun dari waktu ke waktu (Francis & Schipper, 1999), sehingga muncul pertanyaan kunci yaitu efek penurunan kejutan eps sekarang ditangkap dalam kejutan metrik pemasaran? Akhirnya, konten informasi relatif dalam kejutan metrik pemasaran dibandingkan dengan kejutan eps mungkin berbeda berdasarkan industri yang berbeda di mana perusahaan beroperasi. Tujuan Penelitian adalah menganalisis muatan informasi kejutan metrik pemasaran untuk melihat reaksi pasar saham terhadap kandungan informasi dalam kejutan metrik pemasaran pada saat pengumuman pendapatan. Selain itu, penelitian ini juga menganalisis hubungan antara kejutan metrik pemasaran dan pengembalian pasar saham dimoderatori oleh sinyal penekanan strategis perusahaan, dan isyarat penyaringan investor atas biaya pemasaran yang tidak terduga. Selain dua hal ini, pengaruh metrik pemasaran dan kejutan penghasilan dari waktu ke waktu juga di investigasi lebih lanjut serta efek relatif kejutan metrik pemasaran terhadap kejutan penghasilan di industri yang berbeda juga dianalisis dengan seksama sehingga berbagai efek dalam penelitian ini dapat diketahui dengan detail.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

“Dalam dua dekade terakhir, pekerjaan substansial telah dilakukan di bidang antarmuka pemasaran-keuangan menyoroti peran pemasar dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham” (Edeling dan Fischer 2016). “Sebagian besar pekerjaan menekankan pada bagaimana berbagai metrik pemasaran subjektif seperti kepuasan pelanggan, kualitas produk, ekuitas merek, dari mulut ke mulut, ekuitas pelanggan membantu dalam menciptakan nilai perusahaan” (Anderson et al. 2004), (Tellis dan Johnson 2007), (Tirunillai dan Tellis 2012), (Mizik dan Jacobson 2008), dan (Kumar dan Shah 2009). “Aliran literatur lain berfokus pada berbagai metrik pemasaran objektif - biaya iklan, pengeluaran pemasaran, dan metrik hasil pemasaran objektif seperti jumlah pelanggan, toko serupa pertumbuhan penjualan, mempengaruhi respon pasar saham pada saat pengumuman laba (Joshi dan Hanssens 2010), (Kim dan McAlister 2011), (McCarthy et al. 2017), (Tuli et al. 2012). Studi saat ini menyimpang dari literatur yang ada dalam empat cara penting. Pertama, dari literatur yang menggunakan metrik pemasaran subjektif karena metrik ini tidak diumumkan pada Quarterly earnings announcements dan dilaporkan oleh pihak ketiga. “Metrik pemasaran subjektif memiliki pengukuran yang berbeda oleh pihak ketiga yang berbeda dan sulit untuk dinilai oleh investor” (Seggie et al. 2007). Kedua, studi yang ada dalam menilai peran metrik pemasaran objektif dalam mempengaruhi nilai perusahaan terbatas pada beberapa perusahaan dan hanya di industri tertentu di mana penilaian berbasis pelanggan dimungkinkan. Ketiga, metrik tindakan pemasaran yang objektif seperti pengeluaran iklan dan pemasaran hanya menjelaskan setengah dari cerita, dan penting bagi investor untuk menilai hasil dari tindakan pemasaran tersebut daripada hanya menilai masukan (Katsikeas et al. 2016). Terakhir, karena pasar saham hanya bereaksi terhadap informasi baru dalam metrik, konten informasi dalam metrik pemasaran subjektif dan objektif yang dipertimbangkan dalam literatur yang ada hanya menggunakan model deret waktu untuk mengukur perubahan tak terduga dalam metrik tersebut. Namun, literatur keuangan dan akuntansi telah menekankan peran dan keunggulan analisis keuangan dalam memprediksi perubahan tak terduga untuk ukuran kinerja yang berbeda. Mereka menemukan bahwa model yang menggunakan perkiraan analisis keuangan untuk perubahan yang tidak terduga berkinerja lebih baik daripada model deret waktu karena analisis memiliki waktu yang tepat, dan kumpulan informasi yang lebih besar dan informasi yang lebih tepat waktu untuk memperkirakan metrik dibandingkan dengan model deret waktu (Brown et al. 1987). Oleh karena itu, penelitian ini mempelajari pengembalian pasar saham ke metrik hasil pemasaran objektif di berbagai industri di mana analisis keuangan menentukan informasi baru dalam metrik pemasaran.

### 2.1.1. Metrik pemasaran khusus industri

Setiap industri memiliki metrik output pemasarannya sendiri yang relevan dengan pasar saham. Kompilasi metrik pemasaran khusus industri didasarkan terutama pada literatur yang ada. Jika suatu industri mengungkapkan lebih dari satu metrik pemasaran, sehingga metrik pemasaran yang rata-rata memiliki jumlah analisis terbanyak dipilih. Untuk industri media dan telekomunikasi, investor mempertimbangkan jumlah pelanggan sebagai metrik pemasaran utama. Seiring berjalannya industri media dan telekomunikasi ke industri media sosial, jumlah pelanggan atau pengguna bukanlah metrik pemasaran yang relevan dengan nilai untuk industri ini. Sebaliknya, pasar saham tertarik pada berapa banyak pengguna yang secara aktif

terlibat dengan perusahaan. Selanjutnya, ketika seseorang berpindah dari industri teknologi tinggi ini ke industri yang lebih tradisional seperti industri Ritel, metrik pemasaran yang relevan untuk mereka adalah pertumbuhan penjualan toko serupa yang menunjukkan loyalitas pelanggan untuk pengecer ini (Tuli et al. 2012). Secara keseluruhan, relevansi nilai metrik pemasaran khusus industri diambil dari literatur yang ada atau dari jumlah analisis yang mengikuti metrik pemasaran ini. Dalam suatu industri, jika lebih dari satu metrik pemasaran relevan dengan nilai, maka, metrik pemasaran dipilih di mana jumlah analisis yang mengikuti adalah yang tertinggi (Barth et al. 2001).

### 2.1.2. Nilai Relevansi metrik pemasaran pada pengumuman laba

Discounted cash flow dari penilaian perusahaan memiliki dua faktor: Future Cash flow dan discount rate (biaya modal tertimbang), kedua faktor ini relevan bagi investor. "Future Cash flow penting bagi pemegang saham karena menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menginvestasikan kembali proyek, mengembalikan uang kepada pemegang saham, dan melikuidasi asset" (Vuolteenaho 2002). Selanjutnya, biaya modal yang lebih rendah penting bagi investor ekuitas dan pemegang utang karena ini menunjukkan nilai bersih Future Cash flow yang lebih tinggi (Kothari 2001). Metrik pemasaran memengaruhi kedua komponen model "discounted cash flow" ini cukup relevan bagi investor. Pertama, metrik pemasaran bersifat melihat ke depan dan menunjukkan Future Cash flow yang lebih tinggi (Gruca & Rego, 2005; Srivastava et al. 1998). Pengungkapan metrik pemasaran pada saat pengumuman laba mengurangi asimetri informasi tentang Future Cash flow antara manajer dan investor (Healy & Palepu 2001). Dechow et al. (2010) menunjukkan bahwa non-keuangan seperti metrik pemasaran meningkatkan kualitas laba perusahaan secara keseluruhan. Kedua, metrik pemasaran juga penting dalam mengurangi biaya modal perusahaan. Faktanya, metrik hasil pemasaran yang lebih tinggi adalah hasil dari aset tidak berwujud yang lebih tinggi seperti kepuasan pelanggan, ekuitas merek, dan reputasi perusahaan, dan aset ini memengaruhi biaya modal (Himme & Fischer 2014). Berbagai aset pelanggan dan merek mempengaruhi loyalitas, kemauan untuk membayar, antara lain, lebih meningkatkan hasil pemasaran, dan dengan demikian investor menganggap risiko lebih rendah karena hasil pemasaran yang lebih tinggi dari perusahaan.

### 2.1.3. Kredibilitas metrik pemasaran

Metrik hasil pemasaran yang diungkapkan secara sukarela dapat dipercaya dalam dua cara penting. Pertama, tidak seperti metrik pemasaran subjektif seperti kepuasan pelanggan, ekuitas merek, dll., metrik pemasaran ini bersifat objektif dan diungkapkan oleh perusahaan dan oleh karena itu tunduk pada verifikasi. Kedua, pelaporan palsu metrik tersebut dikaitkan dengan biaya reputasi dan litigasi yang sangat besar, dan dengan demikian secara umum, perusahaan tidak menuruti praktik semacam itu. Dalam pengaturan di mana manajer secara sukarela mengungkapkan informasi, Stocken (2000) menemukan bahwa manajer hampir selalu mengungkapkan informasi sukarela dengan jujur untuk membangun reputasi mereka.

### 2.1.4. Perantara Informasi dan metrik pemasaran

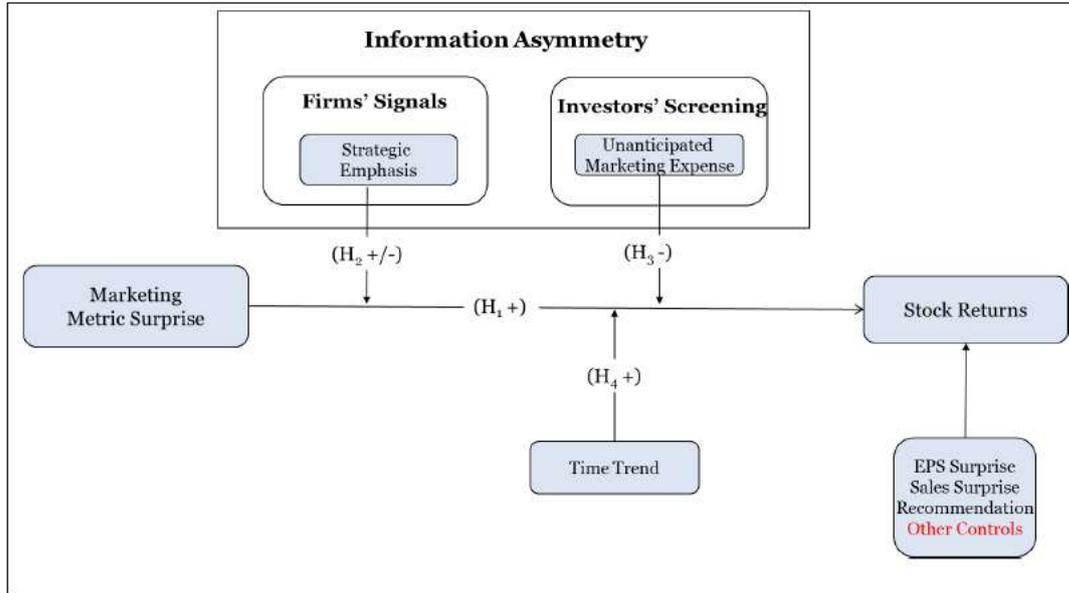
Perantara informasi atau analisis keuangan (sisi jual) adalah konstituen penting pasar modal dalam arus informasi yang efisien dari perusahaan ke investor dan menghasilkan informasi untuk pasar (Healy dan Palepu 2001). Terutama, analisis menawarkan rekomendasi saham, membuat ramalan tentang keuangan perusahaan, khususnya perkiraan laba per saham. Ekspektasi pasar EPS adalah rata-rata perkiraan EPS dari semua analisis yang meliputi perusahaan tertentu. Demikian pula, ketika perusahaan mengungkapkan metrik output pemasaran pada saat pengumuman laba, berbagai analisis juga membuat ramalan tentang metrik pemasaran ini. Perlu dicatat bahwa jumlah analisis yang mengikuti perkiraan metrik pemasaran tertentu jauh lebih rendah daripada perkiraan EPS karena EPS telah menjadi fokus tradisional analisis dan investor. Namun, karena ada fokus yang lebih tinggi pada intangible belakangan ini, lebih banyak analisis juga mengikuti metrik pemasaran akhir-akhir ini. Perkiraan konsensus analisis keuangan dianggap penting oleh investor, karena lebih akurat, dan prediksi mereka menjelaskan pengembalian saham lebih baik daripada model laba time-series (Brown et al. 1987; Kothari 2001). Estimasi konsensus analisis lebih baik daripada estimasi model deret waktu karena analisis menggunakan berbagai informasi yang akurat dan tepat waktu untuk prakiraan mereka (Brown et al. 1987). Oleh karena itu, tidak seperti studi sebelumnya yang berfokus pada tren deret waktu metrik

pemasaran untuk mengukur kinerja kejutan/tak terduga/tak terduga (Mizik 2010; Mizik dan Jacobson 2008), prakiraan analisis metrik pemasaran digunakan untuk mengukur kejutan metrik pemasaran.

### 3. KERANGKA KONSEPTUAL

#### 3.1.1. Konten informasi kejutan metrik pemasaran

Metrik hasil pemasaran relevan dengan nilai dan informasi tentang metrik ini kredibel bagi investor. Namun, pasar saham hanya bereaksi terhadap informasi baru dalam metrik pemasaran. Oleh karena itu, penting untuk mempertimbangkan reaksi pasar saham terhadap kejutan metrik pemasaran daripada nilai level metrik pemasaran. Kejutan metrik pemasaran mengacu pada perubahan tak terduga dalam metrik pemasaran aktual sehubungan dengan metrik pemasaran yang diharapkan. “Secara umum, metrik output pemasaran dikaitkan dengan Future Cash flow” (Srivastava et al. 1998). Peningkatan kejutan dalam metrik output pemasaran adalah hasil keunggulan dalam metrik pola pikir pelanggan seperti ekuitas merek berbasis pelanggan, kepuasan pelanggan, dan metrik ini diketahui memengaruhi nilai perusahaan (Anderson et al. 2004; Mizik dan Jacobson 2008). Kejutan dalam metrik pemasaran juga menunjukkan bahwa perusahaan akan dapat mengekstraksi nilai yang lebih tinggi di masa depan dari hubungan pelanggan yang ada (Kumar dan Shah 2009), memanfaatkan merek sebagai aset untuk menyesuaikan nilai yang lebih tinggi dari pelanggan (Edeling dan Fischer 2016). Dalam hal ini, metrik pola pikir pelanggan akan memengaruhi pengembalian pasar saham melalui metrik output pemasaran. Selanjutnya, teori pensinyalan kabar baik atau peningkatan tak terduga dalam metrik output pemasaran memberi sinyal kepada investor untuk merevisi ekspektasi mereka ke Future Cash flow yang lebih tinggi (Srinivasan dan Hanssens 2009). Terakhir, hipotesis perhatian investor menunjukkan bahwa kabar baik dalam metrik pemasaran menarik perhatian investor (Barber dan Odean 2007; Xiong dan Bharadwaj 2013), yang mempengaruhi return saham. Memang, Lou (2014) menemukan bahwa sumber daya pemasaran, seperti iklan pasar produk, yang memengaruhi metrik pemasaran, memiliki efek limpahan dalam menarik perhatian investor dan dengan demikian pengembalian saham. Jumlah investor yang lebih tinggi di perusahaan fokus yang mengejutkan pasar pada metrik pemasaran membantu menyebarkan risiko ke seluruh investor ini dan biaya modal menurun dan karenanya meningkatkan pengembalian saham sehingga H1 dalam penelitian ini adalah peningkatan kejutan metrik pemasaran meningkatkan pengembalian pasar saham pada saat pengumuman pendapatan.



**Gambar 1: Kerangka Konseptual pengembalian pasar saham ke kejutan metrik pemasaran**

#### 3.1.2. Moderating Effects

Berdasarkan literatur ekonomi informasi, terdapat asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Dua solusi untuk asimetri informasi telah disarankan dalam literatur – pensinyalan dan penyaringan (Löfgren et al. 2002). Dalam membangun solusi untuk asimetri informasi, konten informasi dalam kejutan metrik

pemasaran pada saat pengumuman laba dapat bervariasi berdasarkan informasi yang diberikan oleh manajer. Kejutan dalam metrik pemasaran adalah hasil dari upaya dan sumber daya pemasaran, dan oleh karena itu, sinyal manajer dan penyaringan investor atas alokasi sumber daya pemasaran tersebut dapat memoderasi hubungan antara kejutan metrik pemasaran dan pengembalian saham. Secara khusus, alokasi sumber daya pemasaran antara upaya apropriasi nilai dan upaya penciptaan disebut sebagai penekanan strategis perusahaan, memberi sinyal kepada investor bagaimana nilai (keuntungan) diambil dari pelanggan perusahaan (Mizik dan Jacobson 2003). Misalnya, Netflix (sebuah perusahaan media) dapat mengalokasikan sumber daya untuk menciptakan nilai dengan memproduksi konten asli atau dapat menggunakan sumber daya dalam iklan untuk mendapatkan lebih banyak pelanggan atau mendapatkan nilai yang lebih tinggi dari pelanggan yang sudah ada. Oleh karena itu, kandungan informasi dalam kejutan metrik pemasaran dapat bervariasi di bawah sinyal informasi tentang penekanan strategis perusahaan. Selanjutnya, investor juga dapat menyaring perusahaan fokus karena pemanfaatan sumber daya pemasaran yang berlebihan. Konten informasi dalam kejutan metrik pemasaran dapat bervariasi di bawah pengeluaran pemasaran yang lebih tinggi atau lebih rendah yang tidak diantisipasi.

Penekanan strategis mengacu pada penekanan relatif pada apropriasi nilai dibandingkan dengan strategi penciptaan nilai perusahaan. Perusahaan menandakan kedua strategi penting ini ke pasar saham, dan masing-masing menciptakan nilai perusahaan dengan cara yang unik (Mizik dan Jacobson 2003). Strategi penciptaan nilai berfokus pada menghasilkan sumber pendapatan baru melalui aktivitas seperti mengembangkan produk/layanan baru untuk pelanggan. Demikian pula, strategi apropriasi nilai berfokus pada penggalan keuntungan yang lebih tinggi dari pelanggan yang sudah ada dengan membangun aset merek (Edeling dan Fischer 2016; Mizik dan Jacobson 2003). Dalam konteks ini, penekanan strategis menandakan bagaimana perusahaan memanfaatkan sumber daya mereka melalui penciptaan nilai dan apropriasi dalam memenuhi kemampuan Future Cash flow mereka yang dihasilkan oleh kejutan metrik pemasaran. Penekanan relatif pada apropriasi nilai dibandingkan dengan penciptaan nilai membantu meningkatkan pengembalian saham (Frennea et al. 2019; Mizik dan Jacobson 2003) dan juga mengurangi risiko sistematis (Han et al. 2017). Future Cash flow yang dihasilkan melalui kejutan metrik pemasaran berpotensi dapat dicapai dengan strategi penciptaan nilai dan apropriasi nilai. Penciptaan nilai dapat mengembangkan produk/layanan baru untuk pelanggan mereka yang sudah ada dan menstabilkan cash flow yang tercipta dari kejutan metrik pemasaran. Selanjutnya, strategi apropriasi nilai dapat membantu perusahaan membangun hambatan kompetitif dengan membangun aset merek, mengekstrak keuntungan dari hubungan yang ada, dan membantu mencapai stabilitas cash flow di masa depan. Literatur pemasaran telah mengkreditkan strategi apropriasi nilai sebagai strategi yang lebih stabil dengan uang tunai karena strategi tersebut penting dalam memitigasi risiko sistematis dan istimewa (Han et al. 2017). Namun, tidak pasti strategi mana yang lebih relevan bagi pemegang saham saat menilai kandungan informasi kejutan metrik pemasaran.

Memoderasi efek penyaringan (perubahan tak terduga dalam pengeluaran pemasaran). Investasi pemasaran adalah indikator penting dari kesehatan keuangan perusahaan dan juga merupakan sinyal penting bagi investor untuk pertumbuhan masa depan perusahaan. Perubahan tak terduga dalam pengeluaran pemasaran mengacu pada peningkatan atau penurunan pengeluaran pemasaran yang tak terduga dibandingkan dengan perkiraan. Pengeluaran iklan, yang merupakan komponen penting dari keseluruhan pengeluaran pemasaran, telah mendapat banyak perhatian dalam literatur pemasaran dan kepentingannya telah terbukti meningkatkan nilai perusahaan (Joshi dan Hanssens 2010) dan mengurangi risiko sistematis (McAlister et al. 2007). Selanjutnya, pengeluaran pemasaran yang mencakup komponen selain iklan seperti biaya tenaga penjualan, biaya administrasi, dll juga dianggap penting bagi investor (Kim dan McAlister 2011; Kurt dan Hulland 2013) yang penting untuk metrik pemasaran berbagai industri. Namun, konsisten dengan literatur keuangan dan akuntansi, Kim dan McAlister (2011) menemukan bahwa pengeluaran pemasaran yang tidak terduga berdampak negatif terhadap pengembalian pasar saham. Peningkatan tak terduga dalam pengeluaran pemasaran akan menunjukkan stabilitas cash flow yang lebih rendah di masa depan, terutama karena kemampuan pemasaran perusahaan. Perusahaan yang mengejutkan pasar saham pada metrik pemasaran memberi sinyal kepada investor mereka tentang stabilitas Future Cash flow yang dihasilkan oleh kejutan tersebut, karena mereka memerlukan sumber daya pemasaran yang lebih besar dari yang diharapkan. Perusahaan dengan kemampuan pemasaran yang unggul dapat menghasilkan metrik output yang lebih tinggi menggunakan sumber daya pemasaran yang terbatas (Saboo et al. 2017). Perusahaan yang lebih efisien dalam pemasaran mempelajari kebutuhan masa depan pelanggan dan menciptakan produk/jasa yang sesuai untuk menghasilkan cash flow yang stabil (Vorhies et al. 2009).

### 3.1.3. Efek Waktu Bervariasi

Efek perubahan waktu dari pendapatan vs. kejutan metrik pemasaran. Metrik pendapatan dan pemasaran diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan keuangan mereka setiap kuartal. Investor memperbarui keyakinan mereka tentang relevansi nilai dalam kejutan metrik keuangan dan pemasaran melalui berbagai mekanisme pembelajaran. Banyak perusahaan menginvestasikan sumber daya dalam membangun aset tidak berwujud mereka seperti merek, ekuitas pelanggan, dll., yang mungkin tidak tercermin sepenuhnya dalam laporan keuangan. Faktanya, peneliti akuntansi menemukan bahwa laporan keuangan mungkin kehilangan relevansinya di pasar saham dari waktu ke waktu. Secara khusus, kekuatan penjelas laba telah menurun pada tingkat 0,4% per tahun dalam empat dekade terakhir dan koefisien respon laba juga menurun dari waktu ke waktu (Francis dan Schipper 1999). Bagian dari pendapatan yang tidak dijelaskan sebagian besar terekam dalam aset tidak berwujud sebagaimana tercermin melalui metrik output pemasaran (Goodwin dan Ahmed 2006). Ketika perusahaan mengungkapkan metrik hasil pemasaran mereka sehingga metrik pemasaran mengejutkan informasi, pasar saham belajar lebih banyak tentang prospek pertumbuhan perusahaan melalui metrik pemasaran berwawasan ke depan yang tidak ditangkap dalam pendapatan keuangan berwawasan ke belakang.

## 4. DATA ANALISIS

Untuk memahami efek kejutan metrik pemasaran pada pengembalian pasar saham, diperlukan analisis estimasi konsensus tentang metrik pemasaran. Karena penggunaan metrik keuangan yang luas, data estimasi EPS konsensus analisis tersedia dengan mudah melalui Institutional Broker Estimates System (IBES). Namun, hal yang sama tidak berlaku untuk metrik pemasaran karena data KPI IBES, yang berisi prakiraan analisis tentang metrik pemasaran, jarang diisi. Salah satu sumber data lain tentang perkiraan konsensus metrik pemasaran analisis, Factset Estimates on Demand database, sudah terisi dengan baik. Data pengembalian pasar saham dikumpulkan dari database The Center for Research in Security Price (CRSP), dan data variabel kontrol khusus perusahaan lainnya dikumpulkan dari database COMPUSTAT. Data terakhir yang dikumpulkan berasal dari 402 perusahaan S&P 1500 yang mengungkapkan metrik pemasaran khusus industri utama dan data panel memiliki sekitar 11.009 pengamatan kuartal perusahaan dari periode sepuluh tahun 2007-2017.

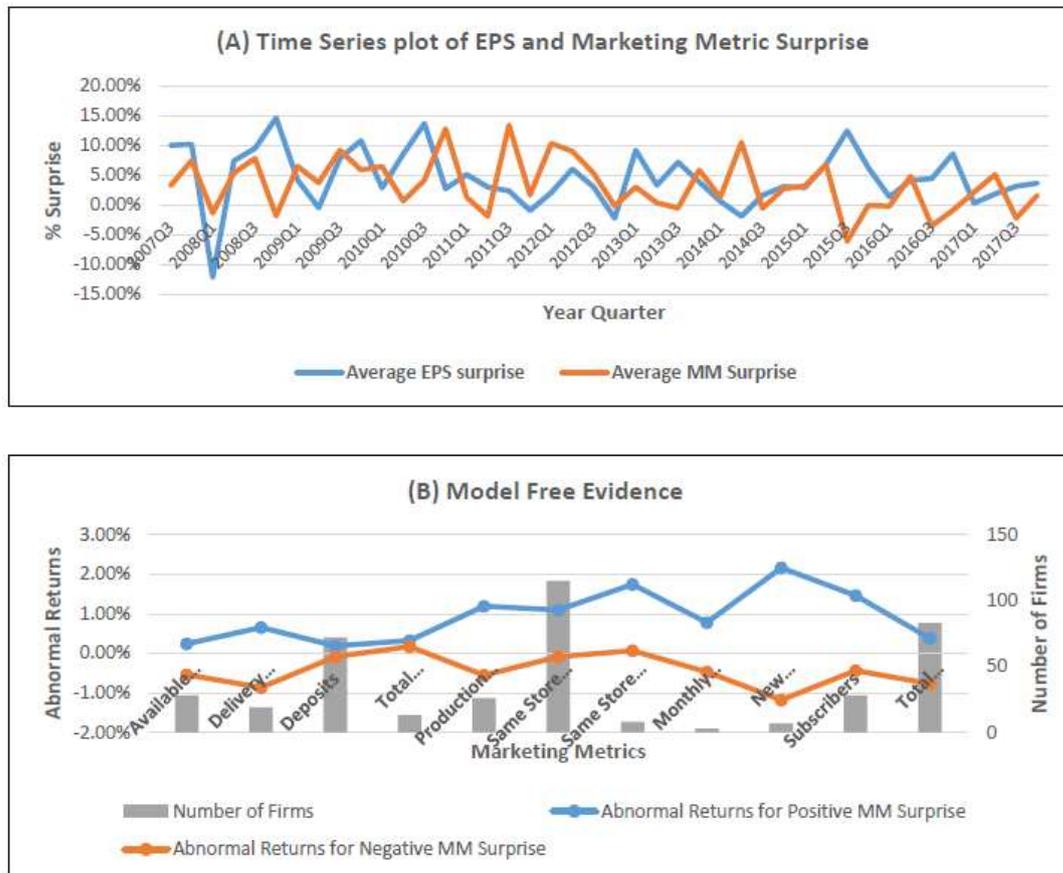
### 4.1.1. Pengukuran

Untuk Variabel bebas, kejutan metrik pemasaran mengukur kinerja tak terduga perusahaan pada metrik pemasaran. Dalam penelitian ini diukur sebagai rasio perbedaan antara estimasi konsensus aktual dan analisis dengan estimasi konsensus analisis. Kinerja tak terduga dalam metrik pemasaran dan EPS juga dapat diukur dengan menggunakan model deret waktu (Mizik 2010). Perbedaan antara metrik pemasaran aktual pada saat pengumuman laba dan nilai prediksi dengan model deret waktu adalah kinerja tak terduga dalam metrik pemasaran. Namun, perkiraan analisis konsensus adalah peramal yang lebih baik dibandingkan dengan model time-series karena mereka memiliki informasi yang lebih tepat waktu dan akurat tentang kinerja perusahaan (Kothari 2001). Kejutan metrik pemasaran rata-rata adalah 3,6% dan rata-rata 55,4% kali kejutan metrik pemasaran positif terjadi. Sedangkan variabel tak bebasnya sejalan dengan literatur yang ada untuk menangkap kandungan informasi metrik pemasaran atau kejutan EPS pada saat pengumuman laba, abnormal return saham digunakan di sekitar peristiwa tersebut (Bartov et al. 2002; Srinivasan dan Hanssens 2009). Abnormal return saham pada saat pengumuman laba adalah nilai ekuitas di luar ekspektasi return dengan menggunakan model tiga faktor Fama-French (Fama dan French 1993) termasuk faktor momentum. Abnormal return selama periode waktu sekitar pengumuman laba adalah cumulative abnormal return (CAR). Model empat faktor gabungan ditulis sebagai:

$$[[AR]]_{it} = (R_{it} - R_{ft}) - [\alpha_i + \pi_1 (R_{mt} - R_{ft}) + \pi_2 [[SMB]]_{t+\pi} + \pi_3 [[HML]]_{t+\pi} + \pi_4 [[UMD]]_{t+\pi} + \epsilon_{it}]$$

di mana;  $AR_{it}$  adalah pengembalian abnormal,  $R_{it}$  adalah pengembalian untuk perusahaan  $i$  pada waktu  $t$ ,  $R_{ft}$  adalah tingkat bebas risiko,  $R_{mt}$  adalah rata-rata pengembalian pasar,  $SMB_t$  adalah pengembalian portofolio saham kecil dikurangi saham besar,  $HML_t$  adalah pengembalian portofolio buku tinggi -to-market ratio stocks minus book-to-market rendah,  $UMD_t$  adalah faktor momentum harga Carhart, dan  $\epsilon_{it}$  adalah istilah gangguan sehingga  $E[\epsilon_{it}] = 0$ . Gambar 2 panel A menampilkan metrik pemasaran rata-rata dan kejutan pendapatan rata-rata di tahun-tahun berbeda yang menunjukkan varians yang memadai di kedua variabel ini di tahun-tahun tersebut. Lebih lanjut, ini juga menunjukkan kejutan pendapatan dan kejutan metrik pemasaran tidak bergerak ke arah yang sama di berbagai kuartal dan juga terbukti dari korelasi biner antara kedua variabel ( $\rho_{EPSSUR, MMSUR} = 0,024$ ). Gambar 2 panel B menampilkan bukti bebas model yang

menunjukkan pengembalian positif/negatif abnormal rata-rata untuk kejutan metrik pemasaran positif/negatif khusus industri, dan jumlah untuk metrik pemasaran yang berbeda.



**Gambar 2:** (A) Time-series plot of earnings dan marketing metric surprise dan (B) model free evidence hubungan antara marketing metric surprise dan abnormal stock return di industri yang berbeda

#### 4.1.2. Variabel Moderasi

Untuk menghitung pengeluaran pemasaran yang tidak terduga, selisih antara biaya penjualan, umum, dan administrasi (SG&A) dan biaya penelitian dan pengembangan (R&D) digunakan sebagai total pengeluaran pemasaran perusahaan. Menggunakan tren deret waktu univariat (Mizik 2010), biaya tak terduga dalam pengeluaran pemasaran diperkirakan sebagai perbedaan antara biaya pemasaran aktual dan perkiraan pengeluaran pemasaran dari model deret waktu seperti:

$$[[MktExp]]_{it} = \delta_0 + \delta_1 [[MktExp]]_{(it-1)} + \sum_{i=1}^n [[Ind]]_i + \sum_{t=1}^n [[Qtr]]_t + \epsilon_{it}$$

Dimana,  $MktExp$  adalah pengeluaran pemasaran perusahaan  $i$  pada kuartal  $t$ . Efek tetap industri dan kuartal dalam model juga digunakan dalam penelitian ini. Namun, dengan menggunakan model autoregressive dimana variabel lagged sebagai variabel independen menciptakan bias panel yang dinamis. Untuk memperbaiki hal yang sama, penelitian ini menggunakan perbedaan tertinggal dalam variabel dependen sebagai instrumen, memperkirakan regresi  $MktExp_{it}$  pada  $\Delta MktExp_{it-1}$ , dan menggunakan nilai prediksi sebagai instrumen (Blundell dan Bond 1998).

Mengikuti literatur yang ada dalam Pemasaran (Han et al. 2017; Mizik dan Jacobson 2003), rasio perbedaan dalam biaya iklan (apropriasi nilai) dan biaya R&D (penciptaan nilai) terhadap total aset sebagai penekanan strategi awal relatif perusahaan digunakan dalam penelitian ini. Mengingat bahwa data Compustat memiliki nilai yang hilang untuk pengeluaran periklanan dan pemasaran, penelitian ini mengikuti Malshe dan Agarwal (2015) untuk menghitung nilai yang hilang. Secara khusus, rasio periklanan terhadap SG&A digunakan pada setiap industri dan mengambil rata-rata triwulanan. terakhir, untuk menghitung nilai yang hilang dari biaya

*Menilai Peran Pemasaran Pada Pengumuman Laba: Respon Pasar Saham Terhadap Kejutan Metrik Pemasaran (Aftuqa Sholikatur Rohmania)*

iklan, rata-rata rasio dikalikan dengan rata-rata rasio iklan industri-triwulanan dengan SG&A dengan biaya SG&A untuk mendapatkan biaya iklan yang hilang. Proses serupa diikuti untuk pengeluaran R&D yang hilang. Ukuran penekanan strategis dalam penelitian ini adalah perubahan tak terduga dalam penekanan strategis dasar (Mizik dan Jacobson 2003). Penekanan nilai strategis yang lebih tinggi menunjukkan fokus perusahaan yang lebih tinggi pada apropriasi nilai relatif terhadap penciptaan nilai sedangkan penekanan strategis yang lebih rendah mengacu pada fokus yang lebih tinggi pada penciptaan nilai relatif terhadap apropriasi nilai.

#### 4.1.3. Variabel kontrol

Serangkaian variabel kontrol tingkat metrik, perusahaan, dan industri yang dapat memengaruhi pengembalian saham perusahaan pada saat pengumuman pendapatan digunakan dalam penelitian ini. Secara khusus, kejutan pendapatan (Bartov et al. 2002), kejutan penjualan (Jegadeesh dan Livnat 2006), dan rekomendasi saham (Altinkılıç dan Hansen 2009) yang akan memengaruhi pengembalian saham perusahaan juga disertakan karena kandungan informasi tentang profitabilitas masa depan dalam variabel-variabel ini. Selanjutnya, jumlah analis disertakan untuk memperhitungkan ketersediaan informasi dan reputasi perusahaan (Diether et al. 2002). Terakhir, disertakan juga kontrol tingkat industri seperti intensitas persaingan untuk memperhitungkan tingkat persaingan dan peluang pertumbuhan bagi perusahaan (Hou dan Robinson 2006).

### 5. METODOLOGI PENELITIAN

Dalam penelitian ini metodologi studi peristiwa digunakan, di mana pengaruh kejutan metrik pemasaran pada pengembalian saham kumulatif diperkirakan pada saat Quarterly earnings announcements. Sampel perusahaan memiliki pengamatan berulang pada tempat yang berbeda, dan metode data panel digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian. Namun, model penelitian ini mengalami dua tantangan utama – bias pemilihan sampel dari pengungkapan metrik pemasaran secara sukarela dan potensi endogenitas dari kejutan metrik pemasaran variabel fokus dalam penelitian ini.

#### 5.1.1. Pemilihan Sampel

“Sampel akhir dari 402 perusahaan mengungkapkan metrik pemasaran pada saat pengumuman laba dari perusahaan S&P 1500 menunjukkan bahwa manajer strategis dalam perilaku pengungkapan mereka” (Verrecchia 1983). Oleh karena itu, bias pemilihan sampel ini dikoreksi lagi menggunakan dua langkah “Koreksi Heckman” (Heckman 1979) di mana model probit pada tahap pertama diperkirakan dan mengambil inverse mill ratio (IMR) pada model utama. Literatur keuangan dan akuntansi menyarankan berbagai alasan untuk perilaku pengungkapan informasi perusahaan yang lebih tinggi. Namun, fokus penelitian adalah mengidentifikasi alasan untuk mengungkapkan metrik pemasaran khusus industri utama. “Berdasarkan literatur tentang orientasi pasar, perusahaan yang lebih berorientasi pasar akan menggunakan metrik pemasaran khusus industri untuk menilai kinerja mereka dan juga akan menyebarkan hal yang sama kepada pemegang saham mereka” (Ambler et al. 2004). Sehingga orientasi pasar perusahaan digunakan sebagai alasan utama untuk mengungkapkan metrik pemasarannya. Mengikuti literatur terkait, orientasi pasar perusahaan diukur sebagai rasio jumlah total kata yang terkait dengan orientasi pasar perusahaan terhadap total kata dalam 10-K mereka (Saboo dan Grewal 2013). Selain itu, orientasi pasar perusahaan bukanlah informasi baru bagi pasar saham. Pasar hanya bereaksi terhadap informasi baru di pasar saham. Oleh karena itu, orientasi pasar perusahaan tidak akan mempengaruhi abnormal return pada saat pengumuman laba memenuhi batasan pengecualian koreksi Heckman. Selanjutnya, menggunakan prevalensi pengungkapan digunakan dalam industri sebagai variabel eksklusi tambahan di mana industri tertentu mengungkapkan metrik pemasaran lazim karena perusahaan fokus cenderung mengungkapkan metrik pemasaran mereka. Selain itu, karena industri adalah entitas besar, hal itu tidak berdampak pada pengembalian saham perusahaan fokus dan oleh karena itu, prevalensi pengungkapan juga memenuhi kriteria relevansi dan eksklusi.

#### 5.1.2. Mengatasi endogenitas

Manajer dapat secara strategis mengelola pendapatan mereka karena beberapa alasan termasuk kompensasi saham, untuk meningkatkan penilaian seputar penawaran ekuitas berpengalaman (Kothari et al. 2015). Demikian pula, manajer pemasaran memiliki insentif untuk mengelola kinerja metrik pemasaran mereka untuk mendapatkan insentif yang lebih tinggi, yang juga terbukti dari sampel yang memiliki kejutan metrik pemasaran positif secara keseluruhan sebesar 3,6%. Menyadari bahwa perusahaan mungkin secara strategis memilih untuk mengalahkan ekspektasi analis pada metrik pemasaran akan menimbulkan kekhawatiran endogenitas kejutan metrik pemasaran dan hal yang sama dikoreksi dengan menggunakan pendekatan fungsi kontrol (Petrin dan Train 2010). Sejalan dengan pembatasan pengecualian dari pendekatan fungsi kontrol

(Petrin dan Train 2010), kejutan metrik pemasaran rata-rata industri yang tertinggal (peer) juga disertakan. Konsisten dengan teori isomorfisme institusional (DiMaggio dan Powell 1983), manajer meniru rekan mereka dalam kasus ketidakpastian seputar keputusan apakah akan mengejutkan metrik pemasaran atau tidak. Ini juga sejalan dengan teori dan pola pikir industri dan teori neo institusional (Meyer dan Rowan 1977) bahwa manajer meniru rekan mereka dan mendapatkan legitimasi untuk melawan tekanan lingkungan. Selain itu, kejutan metrik pemasaran rata-rata industri yang tertinggal (lagPeerMMSUR) tidak akan memengaruhi pengembalian abnormal kumulatif dari perusahaan fokus pada musim pendapatan saat ini. Hal ini terutama karena industri menjadi entitas yang cukup besar untuk mempengaruhi pengembalian satu perusahaan dan ada jeda waktu dalam pengaruhnya, yang menurut hipotesis pasar yang efisien harus mempengaruhi pengembalian pada kuartal yang tertinggal dan bukan pada kuartal saat ini. Oleh karena itu, lagPeerMMSUR dijadikan sebagai instrumen yang valid yaitu meskipun berkorelasi dengan variabel endogen marketing metric surprise (relevansi), namun tidak berkorelasi dengan error dan tidak secara langsung mempengaruhi variabel dependen (eksogenitas). Secara formal, model regresi tambahan kedua adalah:

$$[[MMSUR]]_{it} = \delta_0 + \delta_1 [[lagPeerMMSUR]]_{it} + [[CONTROLS]]_{it} + \mu_{it}$$

Selanjutnya, regresi model efek acak yang memperhitungkan heterogenitas yang tidak teramati ditentukan dan model untuk mengoreksi bias pemilihan sampel dan potensi koreksi endogenitas ditambah. Terakhir, efek tetap industry diperhitungkan untuk memperhitungkan heterogenitas yang diamati dan efek tetap waktu untuk memperhitungkan setiap perubahan musiman.

### 5.1.3. Model Efek Variasi Waktu

Untuk menguji hipotesis efek variasi waktu dimodelkan dari kejutan pemasaran dan laba yang menjelaskan return saham. Banyak studi pemasaran telah menggunakan model efek variasi waktu untuk memahami perubahan peran tindakan pemasaran seperti pengeluaran pemasaran (Osinga et al. 2010), pemasaran media sosial (Kumar et al. 2017), dan alokasi sumber daya pemasaran (Saboo et al. 2016). Model efek yang bervariasi waktu sebagai:

$$CAR_{ij} = \beta_0(t_{ij}) + \beta_1(t_{ij})X_{ij} + CONTROLS + \varepsilon_{ij}; \quad i = 1, \dots, n, j = 1, \dots, k_i$$

di mana,  $CAR_{ij}$  adalah pengembalian saham kumulatif dan  $X_{ij}$  adalah kejutan metrik pendapatan dan pemasaran untuk perusahaan  $i$  pada kuartal  $t_{ij}$ ,  $n$  adalah jumlah total perusahaan,  $k_i$  adalah jumlah pengamatan berulang untuk perusahaan  $i$ ,  $t_{ij}$  adalah waktu pengukuran untuk perusahaan ke- $i$  pengamatan ke- $j$ , dan  $\varepsilon_{ij}$  adalah suku kesalahan acak yang terdistribusi secara normal.  $\beta_1(t_{ij})$  mewakili efek kejutan waktu yang bervariasi (penghasilan dan kejutan metrik pemasaran). Untuk mengestimasi model time-varying effect, estimasi regresi semiparametrik digunakan dengan pendekatan smoothing splines untuk memulihkan parameter  $\beta_1(t_{ij})$ . Secara khusus, digunakan cubic penalti-spline (P-spline) yang memiliki keunggulan dibandingkan metode pemulusan lainnya dalam hal fleksibilitas, efisiensi komputasi, dan tidak menunjukkan efek batas dan telah digunakan secara luas dalam berbagai penelitian di bidang pemasaran (Saboo et al. 2016; Slot et al. 2006). Selanjutnya, perlu menentukan jumlah simpul atau titik terpotong antara interval waktu yang digunakan dalam metode penghalusan. Meskipun metode P-spline tidak sensitif terhadap pemilihan jumlah simpul, panduan dari Wand (2003) digunakan dalam penelitian ini dan 10 simpul dipilih sebagai jumlah minimal 35 dan  $(40/4=10)$ , dimana 40 adalah jumlah periode (kuartal) dalam data penelitian ini.

### 5.1.4. Model Efek Khusus Industri

Untuk menemukan dampak relatif kejutan pendapatan vs kejutan metrik pemasaran di berbagai industry, model utama regresi multivariat Bayesian hierarkis digunakan untuk memulihkan parameter khusus industry. Dengan kata lain, alih-alih memulihkan parameter rata-rata ( $\beta$ ) lintas industry, parameter spesifik industri ( $\beta_j$ ) dipulihkan di mana  $j$  mewakili industri. Secara khusus, spesifikasi hierarkis untuk  $\beta_j$  digunakan sehingga  $\beta_j \sim MVN(\beta, \Omega)$  di mana MVN adalah distribusi normal multivariat. Dengan cara ini, maka koefisien tingkat industri dapat diperkirakan dan pada saat yang sama efek rata-rata keseluruhan dapat dipertimbangkan. Selanjutnya, parameter rata-rata industri digambarkan menggunakan spesifikasi multivariat  $\beta \sim MVN(\beta, 0)$ . Untuk semua parameter, prior konjugat yang tidak jelas diasumsikan. Untuk estimasi, dua rantai MCMC dengan 50.000 diuji menggunakan 40.000 untuk periode burn-in dan sisa 10.000 untuk memperkirakan rata-rata posterior.

## 6. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil model probit tahap pertama disajikan dalam tabel 1, ditemukan bahwa variabel eksklusivitas orientasi pasar ( $\beta = 65.15$ ,  $p < 0.01$ ) dan prevalensi pengungkapan ( $\beta = 5.04$ ,  $p < 0.01$ ) adalah prediktor signifikan dari keputusan perusahaan untuk mengungkapkan metrik pemasarannya pada saat pengumuman pendapatan. Sifat orientasi pasar dan prevalensi pengungkapan dalam industri meningkatkan pengungkapan sukarela metrik pemasaran dari perusahaan fokus. Dimasukkannya variabel orientasi pasar dan prevalensi pengungkapan meningkatkan hit-rate sebesar 12,1% memberikan kepercayaan pada relevansi instrumen ini. Selanjutnya, ditemukan bahwa variabel kontrol yang menjelaskan pengungkapan berada di sepanjang garis yang diharapkan. Secara khusus, ditemukan bahwa konsentrasi kepemilikan menurun ( $\beta = -0.995$ ,  $p < 0.05$ ) pengungkapan metrik pemasaran karena ada potensi konflik keagenan yang lebih tinggi ketika kepemilikan berada di tangan yang lebih sedikit, sedangkan intensitas pemasaran yang lebih tinggi ( $\beta = 1.145$ ,  $p < 0.01$ ) meningkatkan pengungkapan seperti manajer berusaha untuk mengurangi asimetri informasi. Cakupan analisis juga diamati lebih tinggi ( $\beta = 0.032$ ,  $p < 0.01$ ) dan persentase saham yang lebih tinggi yang dipegang oleh pemegang saham institusional ( $\beta = 0.0004$ ,  $p < 0.1$ ) meningkatkan pengungkapan metrik pemasaran secara sukarela karena perusahaan-perusahaan ini sangat dipantau oleh analis. dan memiliki reputasi yang lebih tinggi.

#### 7. Tabel 1 Estimasi parameter untuk model Koreksi Heckman

#### 4.1 Tabel

	Parameter Estimates	Std. Error
Market Orientation	65.158***	17.567
Disclosure Prevalence	5.046***	0.173
Ownership Concentration	-0.995**	0.483
Institutional Ownership %	0.0004*	0.0002
Marketing Intensity	1.145***	0.257
Leverage	-0.0002***	0.003
Analyst Coverage	0.032***	0.006
Market Value	0.0007	0.000
Market to Book Ratio	0.0004	0.001
Assets	0.0003	0.000
Intercept	0.0162	0.021
Industry Fixed Effects		Yes
Year Fixed Effects		Yes

Notes: \*\*\*p < .01 (two-tailed)  
 \*\*p < .05 (two-tailed)  
 \*p < .1 (two-tailed)

Pembatasan eksklusivitas instrumen selanjutnya diuji secara empiris dengan menilai korelasi antara instrumen dan variabel endogen dan dependen dari model utama. Ditemukan bahwa korelasi antara *lagPeerMMSUR* dan kejutan metrik pemasaran firma fokus adalah positif ( $\rho = 0.31$ ) dan dengan CAR dapat diabaikan ( $\rho = 0.008$ ). Hasil ini memberikan keyakinan tambahan untuk argumen teoretis bahwa instrumen, kejutan metrik pemasaran rata-rata industri tertinggal, adalah instrumen yang valid untuk model koreksi endogenitas.

#### 4.2 Hasil Estimasi model utama

Hasil estimasi model utama menemukan bahwa koefisien IMR ( $\beta = .002$ ,  $p < 0.1$ ) dan istilah koreksi endogenitas kejutan metrik pemasaran ( $\beta = .015$ ,  $p < 0.05$ ) adalah keduanya signifikan menunjukkan bahwa asumsi tentang tantangan pemodelan ini asli, dan mengoreksi hal yang sama. Selanjutnya, sejalan dengan hipotesis awal, hasil penelitian menunjukkan bahwa marketing metrics surprise berpengaruh positif terhadap CAR 3 hari pada saat pengumuman laba. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi dalam marketing metric surprises dan investor bereaksi positif untuk meningkatkan kejutan semacam itu dengan harapan akan ada Future Cash flow yang lebih tinggi dari kejutan metrik pemasaran ini. Konsisten dengan literatur yang ada (Bartov et al. 2002), peningkatan eps surprise mempengaruhi CAR secara positif ( $\beta = .015$ ,  $p < 0.01$ ). Penting untuk dicatat bahwa dampak kejutan eps secara signifikan lebih tinggi daripada kejutan metrik pemasaran. Uji Wald menegaskan bahwa pengaruh kejutan pendapatan terhadap pengembalian saham

secara signifikan lebih tinggi daripada kejutan metrik pemasaran ( $\chi^2(1) = 14,3, p < 0,01$ ). Juga ditemukan bahwa ada efek sinergis positif dari metrik pemasaran dan kejutan eps ( $\beta = 0,012, p < 0,01$ ). Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki profitabilitas lebih tinggi dari yang diharapkan dapat memperoleh pengembalian saham abnormal yang lebih tinggi dengan mengejutkan pemasaran pada metrik pemasaran.

Secara empiris ditemukan bahwa ada efek moderasi positif ( $\beta = 0,484, p < 0,01$ ) dari penekanan strategis pada hubungan antara kejutan metrik pemasaran terhadap return saham. Hasil ini menunjukkan bahwa cash flow perusahaan yang dihasilkan dari kejutan metrik pemasaran distabilkan di masa depan ketika penekanan strategi relatif perusahaan adalah pada penggunaan nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan menciptakan nilai yang lebih tinggi. Hasilnya mirip dengan temuan dari literatur sebelumnya tentang penekanan strategis (Mizik dan Jacobson 2003) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kejutan laba yang lebih tinggi dari yang diharapkan dapat memperoleh pengembalian saham yang lebih tinggi dengan berfokus pada aktivitas apresiasi nilai. Temuan ini memperluas hasil ini ke kejutan metrik pemasaran juga.

**Tabel 2 Estimasi parameter model marketing metric surprise yang mempengaruhi return saham**

	Marketing metric Surprise only	Marketing metric and earnings surprise	Full Model
Marketing Metric Surprise ( <i>MMSUR</i> )	0.009***	0.008***	0.004**
EPS Surprise ( <i>EPSSUR</i> )		0.014***	0.015***
<i>MMSUR</i> × <i>EPSSUR</i>			0.012***
Strategic Emphasis ( <i>SE</i> )			-0.067
<i>MMSUR</i> × <i>SE</i>			0.484***
Unanticipated Marketing Expense ( $\Delta MktExp$ )			0.001
<i>MMSUR</i> × $\Delta MktExp$			-0.109***
<i>SALESSUR</i>			0.013***
Recommendation ( $\Delta Recommendation$ )			0.002
Analyst Coverage ( <i>NUMEST</i> )			-0.004
<i>EPS</i>			0.001***
Marketing Metric ( <i>MM</i> )			-0.001
Assets ( <i>AT</i> )			-0.002
Market Value ( <i>MV</i> )			-0.04
<i>Sales</i>			0.309*
Competitive Intensity ( <i>HHI</i> )			0.003
IMR ( $\hat{\theta}_{it}$ )			0.002*
Endogeneity Correction Term ( $\hat{\mu}_{it}$ )			0.015**
Intercept	0.002***	0.002***	-0.026
Industry Fixed Effects		Yes	
Year-Quarter Fixed Effects		Yes	

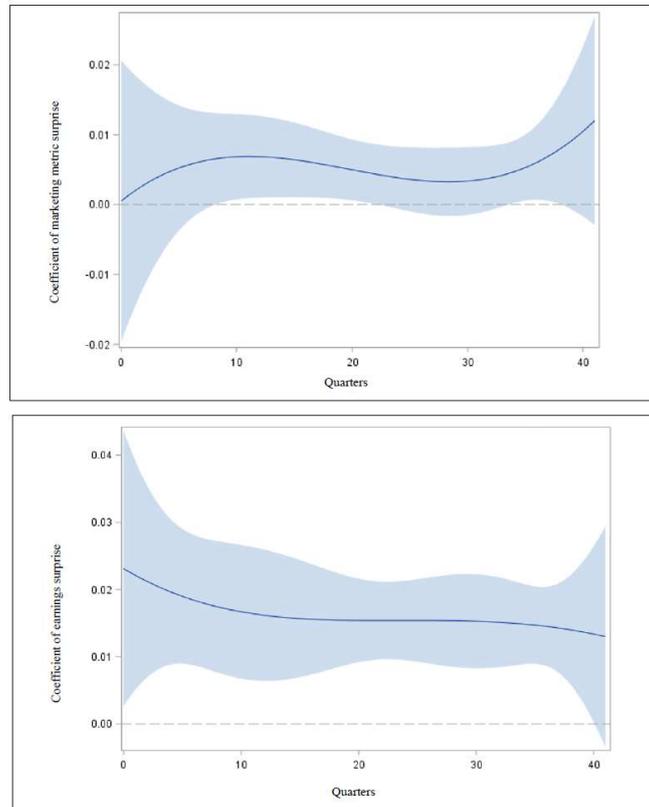
Notes: \*\*\* p < .01 (two-tailed)  
\*\* p < .05 (two-tailed)  
\* p < .1 (two-tailed)

Selanjutnya, sejalan dengan hipotesis moderasi penyaringan investor atas biaya pemasaran tak terduga (H3), ditemukan bahwa efek kejutan metrik pemasaran pada pengembalian saham menurun dengan penyaringan investor atas peningkatan pengeluaran pemasaran tak terduga ( $\beta = -.109, p < 0,01$ ). Hasil ini menunjukkan bahwa pengeluaran pemasaran tak terduga yang lebih tinggi menurunkan ketidakpastian informasi investor tentang kemampuan pemasaran yang lebih rendah dari perusahaan dalam menstabilkan Future Cash flow yang dihasilkan dari peningkatan kejutan metrik pemasaran. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang ada di bidang pemasaran bahwa peningkatan pengeluaran pemasaran yang tidak terduga seperti pengeluaran tenaga penjualan menghasilkan pengembalian saham yang lebih rendah (Kim dan McAlister 2011).

#### 4.3 Hasil Efek dengan Variasi Waktu

Untuk menguji hipotesis pada parameter variasi waktu dari laba dan kejutan metrik pemasaran, hasil model TVEM disajikan pada Gambar 3. Hasil tersebut menangkap variasi temporal dalam pengembalian saham untuk kejutan laba dan metrik pemasaran. Secara khusus, hasil menyoroti bahwa meskipun efek kejutan pendapatan positif sepanjang itu berkurang dari waktu ke waktu. Pada awal penelitian ini, nilai parameter kejutan laba mendekati  $\beta = .02$  dan menjelang akhir parameter mendekati  $\beta = .01$ . Penting untuk dicatat

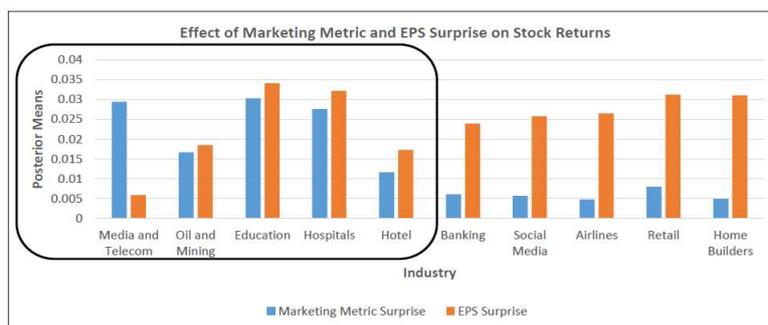
bahwa rata-rata estimasi parameter kejutan laba adalah  $\beta = 0,015$  (Gambar 3) lebih dekat ke tengah dari dua angka ini. Di sisi lain, efek kejutan metrik pemasaran mendekati  $\beta = 0,0001$  di awal dan menjelang akhir hampir mendekati  $\beta = 0,01$ . Juga, penting untuk diketahui bahwa estimasi parameter rata-rata  $\beta = 0,004$  (Tabel 2), lebih dekat dengan nilai tengah dari dua ekstrem ini. Temuan ini konsisten bahwa efek kejutan pendapatan menurun dari waktu ke waktu karena perusahaan menghabiskan sumber daya yang signifikan dalam membangun efek tidak berwujud mereka yang ditangkap dari waktu ke waktu melalui kejutan metrik pemasaran.



**Gambar 3: Kurva koefisien spesifik industri dan pita kepercayaan 95% dari kejutan metrik pemasaran dan kejutan pendapatan**

#### 4.4 Hasil khusus industri

Terakhir, koefisien spesifik industri menunjukkan bahwa di seluruh industri yang berbeda, efek kejutan metrik pemasaran adalah positif (perkiraan rata-rata posterior positif tidak mengandung nol) kecuali untuk industri pendidikan. Pada Gambar 4, disajikan koefisien spesifik industri untuk kejutan metrik pemasaran dan kejutan pendapatan untuk industri yang berbeda. Di separuh industri dalam analisis penelitian ini, efek kejutan metrik pemasaran tidak jauh berbeda atau lebih tinggi dari kejutan pendapatan. Secara khusus, untuk industri media dan telekomunikasi di mana efek kejutan metrik pemasaran (jumlah pelanggan) secara signifikan lebih tinggi dibandingkan kejutan pendapatan (interval kepercayaan 95% adalah [0,013, 0,045] dan tidak mengandung nol). Di sisi lain, interval kepercayaan 95% dari rata-rata posterior ( $\beta = 0,006$ ) kejutan laba di industri telekomunikasi dan media adalah [0,002, 0,019]. Uji Wald dari perbedaan parameter metrik pemasaran dan kejutan pendapatan industri telekomunikasi menguatkan bahwa perbedaan rata-rata posterior memiliki kepercayaan 95% [0,01, 0,048] dan tidak mengandung 0. Hal ini terutama disebabkan oleh angka pelanggan merupakan indikator Future Cash flow yang lebih tinggi dibandingkan dengan kejutan pendapatan. Temuan ini juga konsisten dengan literatur yang telah menggunakan jumlah pelanggan sebagai metrik utama untuk mengukur penilaian berdasarkan pelanggan terhadap perusahaan (Gupta et al. 2004; McCarthy et al. 2017).



**Gambar 4: Koefisien khusus industri kejutan metrik pemasaran dan kejutan pendapatan**

#### 4.5 Analisis pencocokan skor kecenderungan

Meskipun beberapa studi peristiwa bersifat kausal (Srinivasan dan Hanssens 2009), efek dari setiap kejutan untuk studi peristiwa seputar pengumuman laba dapat terkontaminasi karena beberapa pengumuman dalam kerangka waktu yang sama. Oleh karena itu, untuk menetapkan efek kejutan metrik pemasaran dan menguraikan efek pengumuman lainnya, penelitian ini mengikuti analisis pencocokan skor kecenderungan (Sorescu et al. 2017). Variabel dummy digunakan untuk kejutan metrik pemasaran sebagai variabel perlakuan di mana 1 menunjukkan jika perusahaan telah diperlakukan dengan kejutan metrik pemasaran non-negatif dan 0 menunjukkan kejutan metrik pemasaran negatif atau tanpa perlakuan. Kriteria pencocokan yang berbeda seperti pencocokan tetangga terdekat, radius marching, pencocokan kernel, dan pencocokan stratifikasi dan memperkirakan *average treatment effect* (ATE) dari kejutan metrik pemasaran (Caliendo dan Kopeinig 2008) juga digunakan dalam penelitian ini. Hasilnya, ditemukan bahwa ATE di berbagai analisis sejalan dengan temuan utama. Secara khusus, kisaran kejutan metrik pemasaran ATE dari analisis ditemukan berdasarkan metode pencocokan yang berbeda berada dalam kisaran [0,003, 0,006]. Selanjutnya, semua ATE ini signifikan pada 95%. Analisis ini menawarkan kepercayaan tambahan pada hasil sebelumnya bahwa kejutan metrik pemasaran memiliki efek positif pada pengembalian saham pada saat pengumuman laba di luar efek faktor perancu lainnya.

Untuk spesifikasi model alternatif, spesifikasi model alternatif diperkirakan dan hasilnya dibandingkan dengan model yang diusulkan pada *Akaike Information Criterion* (AIC). Ditemukan bahwa model yang diusulkan (AIC = -15268) berkinerja lebih baik daripada model tanpa kejutan metrik pemasaran variabel fokus (AIC = -15259), tanpa koreksi untuk bias pemilihan sampel (AIC = -15265), dan koreksi endogenitas (AIC = -15261). Sedangkan untuk operasionalisasi variabel alternatif. Hasil pengukuran variable independen fokus untuk kejutan metrik pemasaran, dengan cara alternatif dan memeriksa konsistensi hasil. Pertama, kejutan metrik pemasaran diukur sebagai variabel dummy di mana 1 mewakili kejutan metrik pemasaran positif dan 0 mewakili kejutan metrik pemasaran negatif atau tidak ada kejutan. Estimasi dengan variabel dummy dan menemukan bahwa kejutan metrik pemasaran secara positif mempengaruhi pengembalian pasar saham ( $\beta = 0,014$ ,  $p < 0,01$ ). Selanjutnya, kejutan metrik pemasaran diukur menggunakan model autoregresif (Mizik 2010) dan mengukur kejutan metrik pemasaran sebagai perbedaan antara metrik pemasaran aktual dan yang diprediksi dari model (bukan estimasi konsensus analis). Hasilnya sejalan dengan hasil sebelumnya dan terdapat efek positif dari kejutan metrik pemasaran.

## 8. KONTRIBUSI

### 4.6 Kontribusi Teoretis

Antarmuka pemasaran-keuangan telah disebut-sebut untuk peran tindakan pemasaran dan hasil dalam meningkatkan nilai pemegang saham. Studi sebelumnya dalam pemasaran berfokus pada tindakan pemasaran seperti biaya iklan, biaya tenaga penjualan serta hasil pemasaran seperti kepuasan pelanggan, ekuitas pelanggan, dan menetapkan bahwa upaya pemasaran ini penting dalam meningkatkan nilai pemegang saham. Namun, pasar saham terutama berfokus pada hasil pemasaran yang bernilai relevan bagi investor. Oleh karena itu, untuk memahami efek dari metrik pemasaran tersebut dan untuk secara akurat menangkap peran pemasaran dalam menjelaskan pengembalian saham, ini dibandingkan dengan metrik keuangan terpenting yang dipertimbangkan oleh pasar saham dalam menilai nilai perusahaan. Ini adalah studi pertama yang memperkenalkan konsep kejutan metrik pemasaran dalam menilai pengembalian saham perusahaan. Metrik

pemasaran khusus industri yang bernilai relevan dengan pasar saham disusun untuk setiap industri dalam penelitian ini.

Studi ini memberikan kontribusi terutama untuk antarmuka pemasaran-keuangan literatur dengan memperkenalkan dan menandakan konsep kejutan metrik pemasaran pada Quarterly earnings announcements. Kejutan metrik pemasaran merupakan indikator Future Cash flow yang lebih tinggi dan oleh karena itu investor bereaksi terhadap kejutan metrik pemasaran yang lebih tinggi. Secara khusus, kontribusi pada literatur tentang ekonomi informasi yang menunjukkan bahwa kejutan metrik pemasaran memiliki informasi dan kabar baik (kejutan metrik pemasaran yang lebih tinggi) menghasilkan pengembalian saham yang lebih tinggi. Studi ini juga menyoroti literatur asimetri informasi yang menunjukkan bahwa konten informasi dalam kejutan metrik pemasaran meningkat dengan penekanan strategis pada aktivasi apropriasi nilai relatif terhadap aktivitas penciptaan nilai. Selanjutnya, penelitian ini juga menambah pandangan berbasis sumber daya dari perusahaan bahwa perusahaan dengan kemampuan pemasaran yang lebih tinggi yaitu, mereka yang menggunakan pengeluaran pemasaran yang lebih tinggi dari yang diharapkan akan mendapatkan pengembalian yang lebih rendah dari kejutan metrik pemasaran mereka. Future Cash flow yang dihasilkan oleh kejutan metrik pemasaran dapat distabilkan dengan mekanisme pensinyalan (penekanan strategis) dan penyaringan (pengeluaran pemasaran yang tidak diantisipasi) oleh perusahaan.

Terakhir, penelitian ini juga berkontribusi pada literatur tentang aset berbasis pasar (Srivastava et al. 1998) di mana variasi temporal dalam efek kejutan metrik pemasaran dan efek khusus industri (kandungan informasi relatif dari kejutan metrik pemasaran) dianalisis. Perusahaan semakin menghabiskan sumber daya dalam membangun aset tidak berwujud mereka dan bahwa investor mempelajari mekanisme ini melalui konten informasi dalam kejutan metrik pemasaran. Oleh karena itu, peningkatan efek kejutan metrik pemasaran yang mempengaruhi return saham perusahaan diamati dari waktu ke waktu sedangkan efek kejutan pendapatan menurun dari waktu ke waktu. Terakhir, hasil menyoroti bahwa di separuh industri, efek kejutan metrik pemasaran tidak berbeda dengan efek kejutan pendapatan. Secara khusus, industri dengan aset tidak berwujud yang lebih tinggi memiliki tingkat pengembalian kejutan metrik pemasaran yang jauh lebih tinggi dibandingkan dengan kejutan pendapatan.

#### **4.7 Kontribusi Manajerial**

Studi ini merupakan langkah substansial menuju akuntabilitas pemasaran di perusahaan khususnya terkait dengan pendapatan triwulanan. Selama panggilan pendapatan dan laporan pendapatan, peran pemasaran hampir tidak ada. Studi ini akan menjadi yang pertama membawa manajer pemasaran dan peran mereka ke depan. Manajer seharusnya tidak hanya fokus pada pengungkapan metrik pemasaran utama tetapi juga bertujuan untuk mengejutkan pasar saham sehubungan dengan metrik ini sehingga kejutan tersebut akan menghasilkan pengembalian saham yang lebih tinggi. Secara khusus, ditemukan bahwa peningkatan kejutan metrik pemasaran sebesar 1% akan meningkatkan pengembalian abnormal kumulatif sebesar 54 juta pada saat pengumuman pendapatan. Perhitungan ini didasarkan pada total saham yang diperdagangkan di sekitar pengumuman pendapatan dan rata-rata harga saham. Dalam industri media dan telekomunikasi di mana kejutan metrik pemasaran lebih unggul daripada kejutan pendapatan, kejutan positif dalam jumlah pelanggan meningkatkan pengembalian sebesar 177 Juta. Terakhir, temuan penelitian ini juga menyoroti semakin pentingnya kejutan metrik pemasaran dari waktu ke waktu. Studi ini mencoba untuk mengalihkan perhatian investor dan manajer dari kejutan pendapatan tradisional ke kejutan metrik pemasaran dengan menyoroti semakin pentingnya kejutan metrik pemasaran sedangkan efek kejutan pendapatan menurun. Secara khusus, ditunjukkan efek kejutan pendapatan terhadap pengembalian saham menurun hampir setengahnya (0,021 hingga 0,01) selama jangka waktu penelitian. Di sisi lain, selama jangka waktu yang sama, efek kejutan metrik pemasaran yang mempengaruhi pengembalian saham meningkat secara signifikan.

#### **9. KESIMPULAN DAN SARAN**

Hasil penelitian ini menjelaskan peran kejutan metrik pemasaran dan bagaimana pasar saham bereaksi terhadap informasi ini. Pertama, hasil efek utama menunjukkan bahwa pasar saham bereaksi positif terhadap kejutan metrik pemasaran pada saat pengumuman laba karena merupakan indikator Future Cash flow yang lebih tinggi dan juga menarik perhatian investor yang lebih tinggi. Kedua, hasil efek moderasi menunjukkan bahwa efek kejutan metrik pemasaran bervariasi di bawah asimetri informasi. Secara khusus, efek positif dari kejutan metrik pemasaran memburuk ketika perusahaan memberi sinyal penekanan strategis mereka pada apropriasi nilai dibandingkan dengan penciptaan nilai karena kemampuan perusahaan untuk mengurangi risiko dalam cash flow yang dihasilkan oleh kejutan metrik pemasaran karena merek dan aset pelanggan yang unggul. Selanjutnya, efek positif dari kejutan metrik pemasaran memburuk ketika investor menyaring

kenaikan tak terduga dalam pengeluaran pemasaran terutama karena kemampuan pemasaran yang lebih rendah dari perusahaan dalam mengekstraksi Future Cash flow dari kejutan metrik pemasaran. Ketiga, efek time-varying dari marketing metric surprise menunjukkan bahwa efek marketing metric surprise terhadap return saham meningkat seiring waktu sedangkan efek kejutan laba menurun seiring berjalannya waktu. Terakhir, hasil konten informasi relatif spesifik industri menunjukkan bahwa rata-rata efek kejutan metrik pemasaran lebih rendah daripada kejutan pendapatan di seluruh industri kecuali untuk industri media dan telekomunikasi di mana efek kejutan metrik pemasaran lebih tinggi daripada kejutan pendapatan.

Studi ini memberikan beberapa kontribusi pada antarmuka pemasaran-keuangan. Pertama, penelitian memperkenalkan gagasan kejutan metrik pemasaran pada saat pengumuman pendapatan dan relevansinya dengan pasar saham dan dengan demikian memajukan akuntabilitas pemasaran di ruang rapat. Kedua, studi ini berkontribusi pada pandangan *resource-based view* (RBV) dan literatur asimetri informasi di mana menandakan penekanan strategis pada apropriasi nilai relatif terhadap penciptaan nilai dan penyaringan tentang pengeluaran sumber daya pemasaran yang berlebihan berdampak pada nilai dalam konten informasi kejutan metrik pemasaran, yaitu pengaruhnya terhadap return saham. Ketiga, literatur tentang aset berbasis pasar, studi ini menemukan bahwa efek kejutan metrik pemasaran meningkat dari waktu ke waktu karena perusahaan berinvestasi dalam membangun aset tidak berwujud yang lebih tinggi yang ditangkap melalui kinerja pemasaran ini. Akhirnya, temuan penelitian ini akan membantu manajer pemasaran dan Chief Marketing Officer dalam menetapkan peran pemasaran melalui relevansi nilai metrik pemasaran yang dilaporkan pada saat pengumuman laba.

Studi ini berusaha untuk menilai dampak kinerja perusahaan pada metrik pemasaran yang melebihi ekspektasi analis konsensus pada metrik pemasaran yaitu kejutan metrik pemasaran pada pengembalian pasar saham. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kejutan metrik pemasaran bertindak sebagai kabar baik bagi investor. Namun, dampaknya terhadap pengembalian saham bergantung pada sinyal alokasi sumber daya pemasaran perusahaan dan investor menyaring isyarat pengeluaran pemasaran yang tidak terduga. Selanjutnya, penelitian ini menyoroti peningkatan efek variasi waktu dari kejutan metrik pemasaran sedangkan penurunan efek kejutan pendapatan. Terakhir, penelitian ini membandingkan kandungan informasi relatif dari kejutan metrik pemasaran dibandingkan dengan kejutan pendapatan di berbagai industri. Temuan penelitian ini sangat penting bagi manajer pemasaran yang dapat memanfaatkan sumber daya secara efisien untuk mengalahkan ekspektasi pasar. Eksekutif pemasaran juga dapat memanfaatkan temuan penelitian ini untuk menetapkan akuntabilitas departemen pemasaran di pasar modal.

## REFERENSI

- Altinkılıç, Oya and Robert S Hansen (2009), "On the Information Role of Stock Recommendation Revisions," *Journal of Accounting and Economics*, 48 (1), 17-36.
- Ambler, Tim, Flora Kokkinaki, and Stefano Puntoni (2004), "Assessing Marketing Performance: Reasons for Metrics Selection," *Journal of Marketing Management*, 20 (3-4), 475-98.
- Anderson, Eugene W, Claes Fornell, and Sanal K Mazvancheryl (2004), "Customer Satisfaction and Shareholder Value," *Journal of Marketing*, 68 (4), 172-85.
- Barber, Brad M and Terrance Odean (2007), "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors," *Review of Financial Studies*, 21 (2), 785-818.
- Barth, Mary E, Ron Kasznik, and Maureen F McNichols (2001), "Analyst Coverage and Intangible Assets," *Journal of Accounting Research*, 39 (1), 1-34.
- Bartov, Eli, Dan Givoly, and Carla Hayn (2002), "The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations," *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), 173-204.
- Bayer, Emanuel, Kapil R Tuli, and Bernd Skiera (2017), "Do Disclosures of Customer Metrics Lower Investors' and Analysts' Uncertainty but Hurt Firm Performance?," *Journal of Marketing Research*, 54 (2), 239-59.
- Blundell, Richard and Stephen Bond (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models," *Journal of Econometrics*, 87 (1), 115-43.
- Brown, Lawrence D, Robert L Hagerman, Paul A Griffin, and Mark E Zmijewski (1987), "Security Analyst Superiority Relative to Univariate Time-Series Models in Forecasting Quarterly Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 9 (1), 61-87.

- Caliendo, Marco and Sabine Kopeinig (2008), "Some Practical Guidance for the Implementation of Propensity Score Matching," *Journal of Economic Surveys*, 22 (1), 31-72.
- CNBC (2018), "Twitter Shares Experience Worst Single Day Percentage Drop since 2014 after Reporting Declining Monthly Active Users," (accessed 05/11/2020, [available at <https://www.cnbc.com/2018/07/27/twitter-earnings-q2-2018.html>]).
- Dechow, Patricia, Weili Ge, and Catherine Schrand (2010), "Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences," *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), 344-401.
- Diether, Karl B, Christopher J Malloy, and Anna Scherbina (2002), "Differences of Opinion and the Cross Section of Stock Returns," *Journal of Finance*, 57 (5), 2113-41.
- DiMaggio, Paul J and Walter W Powell (1983), "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields," *American Sociological Review*, 48 (2), 147-60.
- Edeling, Alexander and Marc Fischer (2016), "Marketing's Impact on Firm Value: Generalizations from a Meta-Analysis," *Journal of Marketing Research*, 53 (4), 515-34.
- Fama, Eugene F and Kenneth R French (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 33 (1), 3-56.
- Francis, Jennifer and Katherine Schipper (1999), "Have Financial Statements Lost Their Relevance?," *Journal of Accounting Research*, 37 (2), 319-52.
- Frennea, Carly, Kyuhong Han, and Vikas Mittal (2019), "Value Appropriation and Firm Shareholder Value: Role of Advertising and Receivables Management," *Journal of Marketing Research*, 0022243718822506.
- Gruca, Thomas S and Lopo L Rego (2005), "Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value," *Journal of Marketing*, 69 (3), 115-30.
- Gupta, Sunil, Donald R Lehmann, and Jennifer Ames Stuart (2004), "Valuing Customers," *Journal of Marketing Research*, 41 (1), 7-18.
- Han, Kyuhong, Vikas Mittal, and Yan Zhang (2017), "Relative Strategic Emphasis and Firm-Idiosyncratic Risk: The Moderating Role of Relative Performance and Demand Instability," *Journal of Marketing*, 81 (4), 25-44.
- Healy, Paul M and Krishna G Palepu (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 405-40.
- Heckman, James J (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, 47 (1), 153-61.
- Himme, Alexander and Marc Fischer (2014), "Drivers of the Cost of Capital: The Joint Role of Non-Financial Metrics," *International Journal of Research in Marketing*, 31 (2), 224-38.
- Hou, Kewei and David T Robinson (2006), "Industry Concentration and Average Stock Returns," *Journal of Finance*, 61 (4), 1927-56.
- Jegadeesh, Narasimhan and Joshua Livnat (2006), "Revenue Surprises and Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, 41 (1-2), 147-71
- Joshi, Amit and Dominique M Hanssens (2010), "The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value," *Journal of Marketing*, 74 (1), 20-33.
- Katsikeas, Constantine S, Neil A Morgan, Leonidas C Leonidou, and G Tomas M Hult (2016), "Assessing Performance Outcomes in Marketing," *Journal of Marketing*, 80 (2), 1-20.
- Kim, MinChung and Leigh M McAlister (2011), "Stock Market Reaction to Unexpected Growth in Marketing Expenditure: Negative for Sales Force, Contingent on Spending Level for Advertising," *Journal of Marketing*, 75 (4), 68-85.
- Kothari, SP (2001), "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 105-231.
- Kothari, Stephen P, Natalie Mizik, and Sugata Roychowdhury (2015), "Managing for the Moment: The Role of Earnings Management Via Real Activities Versus Accruals in Seo Valuation," *The Accounting Review*, 91 (2), 559-86.
- Kumar, V and Denish Shah (2009), "Expanding the Role of Marketing: From Customer Equity to Market Capitalization," *Journal of Marketing*, 73 (6), 119-36.
- Kumar, V, JeeWon Brianna Choi, and Mallik Greene (2017), "Synergistic Effects of Social Media and Traditional Marketing on Brand Sales: Capturing the Time-Varying Effects," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45 (2), 268-88.
- Kurt, Didem and John Hulland (2013), "Aggressive Marketing Strategy Following Equity Offerings and Firm Value: The Role of Relative Strategic Flexibility," *Journal of Marketing*, 77 (5), 57-74.

- Löfgren, Karl-Gustaf, Torsten Persson, and Jörgen W Weibull (2002), "Markets with Asymmetric Information: The Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz," *The Scandinavian Journal of Economics*, 104 (2), 195-211.
- Lou, Dong (2014), "Attracting Investor Attention through Advertising," *Review of Financial Studies*, 27 (6), 1797-829.
- Malshe, Ashwin and Manoj K Agarwal (2015), "From Finance to Marketing: The Impact of Financial Leverage on Customer Satisfaction," *Journal of Marketing*, 79 (5), 21-38.
- McAlister, Leigh, Raji Srinivasan, and MinChung Kim (2007), "Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm," *Journal of Marketing*, 71 (1), 35-48.
- McCarthy, Daniel M., Peter S. Fader, and Bruce G.S. Hardie (2017), "Valuing Subscription-Based Businesses Using Publicly Disclosed Customer Data," *Journal of Marketing*, 81 (1), 17-35.
- Meyer, John W and Brian Rowan (1977), "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony," *American Journal of Sociology*, 83 (2), 340-63.
- Mizik, Natalie (2010), "The Theory and Practice of Myopic Management," *Journal of Marketing Research*, 47 (4), 594-611.
- Mizik, Natalie and Robert Jacobson (2008), "The Financial Value Impact of Perceptual Brand Attributes," *Journal of Marketing Research*, 45 (1), 15-32.
- Osinga, Ernst C, Peter SH Leeftang, and Jaap E Wieringa (2010), "Early Marketing Matters: A Time-Varying Parameter Approach to Persistence Modeling," *Journal of Marketing Research*, 47 (1), 173-85.
- Petrin, Amil and Kenneth Train (2010), "A Control Function Approach to Endogeneity in Consumer Choice Models," *Journal of Marketing Research*, 47 (1), 3-13.
- Saboo, Alok R and Rajdeep Grewal (2013), "Stock Market Reactions to Customer and Competitor Orientations: The Case of Initial Public Offerings," *Marketing Science*, 32 (1), 70-88.
- Saboo, Alok R, V Kumar, and Ankit Anand (2017), "Assessing the Impact of Customer Concentration on Initial Public Offering and Balance Sheet-Based Outcomes," *Journal of Marketing*, 81 (6), 42-61.
- Saboo, Alok R, V Kumar, and Insu Park (2016), "Using Big Data to Model Time-Varying Effects for Marketing Resource (Re) Allocation," *MIS Quarterly*, 40 (4), 911-39.
- Seggie, Steven H, Erin Cavusgil, and Steven E Phelan (2007), "Measurement of Return on Marketing Investment: A Conceptual Framework and the Future of Marketing Metrics," *Industrial Marketing Management*, 36 (6), 834-41.
- Sorescu, Alina, Nooshin L Warren, and Larisa Ertekin (2017), "Event Study Methodology in the Marketing Literature: An Overview," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45 (2), 186-207.
- Srinivasan, Shuba and Dominique M Hanssens (2009), "Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions," *Journal of Marketing Research*, 46 (3), 293-312.
- Srivastava, Rajendra K, Tasadduq A Shervani, and Liam Fahey (1998), "Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis," *Journal of Marketing*, 62 (1), 2-18.
- Stocken, Phillip C (2000), "Credibility of Voluntary Disclosure," *RAND Journal of Economics*, 31 (2), 359-74.
- Tellis, Gerard J and Joseph Johnson (2007), "The Value of Quality," *Marketing Science*, 26 (6), 758-73.
- Tirunillai, Seshadri and Gerard J Tellis (2012), "Does Chatter Really Matter? Dynamics of User-Generated Content and Stock Performance," *Marketing Science*, 31 (2), 198-215.
- Tuli, Kapil R, Anirban Mukherjee, and Marnik G Dekimpe (2012), "On the Value Relevance of Retailer Advertising Spending and Same-Store Sales Growth," *Journal of Retailing*, 88 (4), 447-61.
- Verrecchia, Robert E (1983), "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-94.
- Vorhies, Douglas W, Robert E Morgan, and Chad W Autry (2009), "Product-Market Strategy and the Marketing Capabilities of the Firm: Impact on Market Effectiveness and Cash Flow Performance," *Strategic Management Journal*, 30 (12), 1310-34.
- Vuolteenaho, Tuomo (2002), "What Drives Firm-Level Stock Returns?," *Journal of Finance*, 57 (1), 233-64.
- Wand, Matt P (2003), "Smoothing and Mixed Models," *Computational Statistics*, 18 (2), 223-49.
- Xiong, Guiyang and Sundar Bharadwaj (2013), "Asymmetric Roles of Advertising and Marketing Capability in Financial Returns to News: Turning Bad into Good and Good into Great," *Journal of Marketing Research*, 50 (6), 706-24.