

**DETERMINAN *EARNING MANAGEMENT* DAN PENGARUHNYA TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**
(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2017-2018)

Derwin Juan Sagrim¹

derwinsagrim879@gmail.com

Dr. Syaikhul Falah, SE., M.Si²

Bill J. C. Pangayow, SE., M.Si., Ak³

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Cenderawasih

ABSTRACT

This research has aim to examine the influence of investment opportunities set, board independence, and free cash flow toward firm value with earning management as the intervening variable in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange for period 2017 to 2018. This study used a sample of 43 companies with 6 years' time period. The method of analysis is multiple regression model with further done with path analysis using SPSS 23. These results indicate that investment opportunities set and free cash flow have a significant direct effect on the value of the firm, while investment opportunity set and board independence have the indirect effect. Investment opportunities set, board independence, free cash flow and earning management simultaneously affect the firm value with adjusted R- squared 55.3%. Overall this study indicates that earning management has important role as the intervening variable between investment opportunities set, board independence & free cash flow relating to firm value.

Keywords : *investment opportunities set, board independence, free cash flow, earning management firm value*

1. PENDAHULUAN

Skandal *earning management* telah banyak terjadi baik di negara Amerika dan Eropa seperti yang terjadi pada kasus perusahaan Enron dimana manajemen perusahaan Enron melakukan *window dressing* dengan cara menyembunyikan hutangnya sebesar US \$ 1,2 miliar dan meningkatkan pendapatannya senilai US \$ 600 juta dengan teknik *off-balance sheet*. Kemudian hal serupa juga terjadi pada kasus perusahaan Worldcom dimana perusahaan membukukan *line cost* sebagai pendapatan padahal seharusnya merupakan suatu pengeluaran dan meningkatkan pendapatan dengan membuat akun palsu yang dibuat sebagai akun pendapatan perusahaan yang tidak teralokasi. Di Indonesia sendiri kasus *earning management* seperti pada PT Kimia Farma yang meningkatkan laba bersihnya sebesar Rp 132 miliar untuk menarik investor baru, PT Indofarma meningkatkan nilai barang dalam proses sehingga penyajian akun persediaan pada laporan keuangan terlalu tinggi sebesar Rp 38,87 miliar, dan PT Ades Alfindo yang melaporkan angka volume penjualan yang lebih tinggi antara 0,6 – 0,9 juta galon dibandingkan angka produksinya sehingga adanya kelebihan penjualan selama periode 2001 dan 2004. Adanya praktik *earning management* mengakibatkan persepsi publik terhadap kondisi sebenarnya dalam laporan keuangan perusahaan menjadi diragukan untuk pengambilan keputusan. Oleh karena itu, sejak 1 Januari 2012, seluruh perusahaan yang terdaftar sebagai *go public*

¹ Alumni Jurusan Akuntansi FEB Uncen

² Dosen Jurusan Akuntansi FEB Uncen

³ Dosen Jurusan Akuntansi FEB Uncen

diwajibkan untuk menggunakan standar akuntansi keuangan yang diberi nama *International Financial Reporting Standards (IFRS)* dan sesuai dengan isi PSAK No. 1 Tahun 2015 paragraf 15 bahwa laporan keuangan harus disajikan secara jujur dampak dari transaksi, peristiwa lain dan kondisi yang sesuai dengan definisi dan kriteria pengakuannya.

Skandal – skandal keuangan yang terjadi dan adanya *agency problem* akibat dari pemisahan pengawasan dan pengendalian kegiatan operasi perusahaan, telah membuat peningkatan minat akan pentingnya tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dalam hubungannya dengan kinerja perusahaan ketika mekanisme pengendalian (manajer) ditantang. Salah faktor penting di dalam *good corporate governance* adalah *board independence*. Menurut Huang, et.al (2012) dan Rossi, et.al (2015) *board independence* dianggap sebagai suatu mekanisme dari tata kelola perusahaan, yang ditugaskan untuk menjaga dan meningkatkan aset dan memaksimalkan hasil dari suatu investasi perusahaan. *Board independence* menjadi mekanisme pengendalian internal yang utama bagi perusahaan, sehingga tindakan oportunistik manajemen (*earning management*) yang timbul dari pemisahan kepemilikan dan masalah pengendalian kegiatan operasi perusahaan, dapat teratasi dengan baik (Villa, et.al. 2016). Berdasarkan hal tersebut, *board independence* berfungsi sebagai penghubung antara para pemegang saham (*principal*) dan tim manajemen (*agent*), dengan tugas utama mereka sebagai pengawas jalannya hubungan, dimana terkadang dewan juga berperan sebagai pendisiplin, serta mengganti eksekutif ketika terdapat kinerja yang buruk atau negatif.

Penelitian ini bersifat *fundamental research* di mana penelitian ini mencoba menghasilkan pengetahuan tambahan dan pengertian yang lebih baik terhadap fenomena *value destruction* yang disebabkan oleh perilaku *earning management* terutama pada perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia. Selain itu berdasarkan penelitian – penelitian sebelumnya dan skandal – skandal yang terjadi di negara – negara maju dan berkembang terhadap *earning management* telah menghasilkan persepsi publik bahwa tindakan *earning management* digunakan oleh manajemen perusahaan secara oportunistik (*opportunistic earning management*) untuk kepentingan pribadi mereka dari pada untuk kepentingan para pemegang saham sehingga hal tersebut akan menimbulkan biaya keagenan. Untuk mendapatkan alur pembahasan yang lebih baik sehingga tujuan penelitian dapat tercapai, maka ruang lingkup penelitian dibatasi pada perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data nilai perusahaan yang disajikan dalam laporan keuangan tahunan yang sudah diaudit dan dipublikasikan oleh perusahaan pada periode tahun 2010 – 2015.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris apakah terdapat hubungan antara variabel *investment opportunities set*, *board independence* dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan *earning management* sebagai variabel *intervening*. Selain itu penelitian ini juga ditujukan mengetahui besarnya kontribusi pengaruh komponen informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan yaitu *investment opportunities set*, *board independence* dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan *earning management* sebagai variabel *intervening*.

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *Investment Opportunities Set dan Nilai Perusahaan*

Myers (1977) menjelaskan bahwa nilai perusahaan yang dihitung dengan menjumlahkan total nilai *asset in place* dan nilai *growth option* untuk menciptakan suatu investasi diskresi masa depan yang mempunyai *positive net present value*. Komponen nilai perusahaan sebagai hasil dari opsi pemilihan investasi masa depan inilah yang disebut sebagai *investment opportunities set* oleh para peneliti (Myers, 1977 dan Kallapur dan Trombley, 2001). Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sun, et al. (2013) yang mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sangat sulit untuk diawasi sehingga menyebabkan tingginya *agency cost* dan rendahnya nilai perusahaan.

H1. *Investment opportunities set berpengaruh terhadap nilai perusahaan.*

2.2 *Investment Opportunities, Earning Management dan Nilai Perusahaan*

Menurut Holthausen (1990) terdapat dua sudut pandang di dalam *contracting-based accounting theory* yaitu manajer dapat memilih prosedur akuntansi tertentu dengan cara yang efisien sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan atau dengan cara yang oportunistik sehingga membuat manajemen merasa diuntungkan dan dapat merugikan pihak lainnya. Pada perspektif yang efisien, manajemen dapat menggunakan *earning management* sebagai sarana untuk menyampaikan informasi manajemen kepada para pemegang sahamnya. Hal ini sejalan dengan penelitian Healy dan Palepu (1993) dan Holthausen (1990) dimana manajemen dapat menggunakan *earning management* untuk meningkatkan informasi laba dengan cara menyampaikan informasi pribadi manajemen yang menurut mereka dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa depan. Berbeda dengan perspektif yang oportunistik, yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan *investment opportunities set* yang tinggi, sangat sulit untuk diawasi dan dipantau oleh para pemegang sahamnya (Smith dan Watts, 1992). Hal ini menyebabkan manajemen pada perusahaan dengan *investment opportunities set* yang tinggi akan lebih mungkin menimbulkan perilaku *earning management* yang oportunistik (Skinner, 1993).

H2. *Investment opportunities set berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui earning management sebagai variabel intervening.*

2.3 *Board Independence dan Nilai Perusahaan*

Board independence merupakan salah satu faktor penting di dalam perusahaan, untuk memastikan bahwa kepentingan para pemegang saham dapat terpenuhi dan secara efektif dapat mengarahkan perilaku manajemen. Beberapa penelitian setuju bahwa adanya peningkatan dewan independen di dalam suatu perusahaan dapat meningkatkan kemungkinan keputusan yang dibuat manajemen menguntungkan bagi para pemegang saham (Brickley et al, 1997). Akan tetapi pandangan ini telah banyak dilawan oleh para ahli yang melihat dewan sebagai suatu instrumen pasif di dalam suatu perusahaan yang memiliki pengetahuan terbatas dibandingkan dengan manajemen perusahaan dan hanya sebagai formalitas sebagai syarat pemenuhan regulasi pemerintah sehingga tidak akan berdampak terhadap peningkatan atau penurunan nilai perusahaan (Zabri et al, 2016 dan

Kusumaningtyas, 2015).

H3. *Board independence berpengaruh terhadap nilai perusahaan.*

2.4 Board Independence, Earning Management dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan *agency theory*, adanya *agency problem* telah membuat *principal* harus mengeluarkan biaya pengawasan untuk memastikan bahwa kepentingan *principal* dapat terjaga. Oleh karena itu pemegang saham menunjuk dewan independen untuk menjadi salah satu dewan di dalam perusahaannya sehingga mengurangi *earning management* dan dapat membedakan keputusan meningkatkan dan menurunkan nilai perusahaan (Alves, 2014 dan Jensen dan Meckling, 1976). Akan tetapi di dalam penelitian yang dilakukan Shu, et al. (2015) berpendapat bahwa *earning management* dapat diibaratkan seperti virus yang menyebar dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya melalui *board independence* sebagai pembawa virus yang dipilih oleh pemegang saham. Ketika dewan baru masuk kedalam perusahaan maka, dewan yang telah mempunyai perilaku oportunistik ini akan menyebarkan perilaku buruk tersebut kepada dewan – dewan dan manajemen lainnya, sehingga dapat merusak nilai perusahaan yang telah dibangun.

H4. *Board independence berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui earning management sebagai variabel intervening.*

2.5 Free Cash Flow dan Nilai perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* dari *free cash flow* sebagai arus kas yang diinvestasikan pada proyek yang mempunyai nilai *net present value* yang negatif. Lebih lanjut, ketika perusahaan telah menghasilkan *free cash flow* yang terlalu besar dan tidak adanya proyek investasi yang menguntungkan, manajemen akan lebih cenderung untuk menyalahgunakan *free cash flow* yang tersedia sehingga akan menyebabkan peningkatan *agency cost*, alokasi sumber daya yang tidak efektif dan penurunan nilai perusahaan (Wang, 2010). Hal ini berbeda dengan pendapat Mansourlakoraj dan Sepasi (2015) yang mengatakan bahwa kecilnya *free cash flow* menandakan bahwa perusahaan menggunakan arus kasnya untuk mendanai biaya – biaya dan aktivitas investasi sedangkan *free cash flow* yang berlebihan menandakan adanya kas yang berlebihan setelah adanya pembayaran terhadap biaya – biaya.

H5. *Free cash flow berpengaruh terhadap nilai perusahaan.*

2.6 Free Cash Flow, Earning Management dan Nilai perusahaan

Menurut Chung, et al (2005) untuk menutupi dampak dari proyek investasi yang bernilai negatif, manajemen dapat menggunakan prosedur akuntansi (*earning management*) yang dapat meningkatkan laba yang dilaporkan. Laba tersebut mampu meredakan kekecewaan pemegang saham dan pada akhirnya akan menjurus pada peningkatan nilai pasar dibandingkan dengan tidak menggunakan *earning management*. Berbeda dengan pandangan Brush, et al. (2000) yang menemukan bahwa *free cash flow* dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan pertumbuhan perusahaan, hal ini akan mengurangi

perilaku oportunistik dan mengurangi *agency cost* sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

H6. *Free cash flow* berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* sebagai variabel *intervening*.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Teknik Pemilihan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan di sektor manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 – 2015. Perusahaan manufaktur yang menjadi objek penelitian atau menjadi sampel untuk melakukan penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menyajikan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*), www.idx.co.id, finance.yahoo.com, www.ycharts.com dan www.advisorperspective.com maupun dalam bentuk laporan tahunan (*annual report*). Alasan peneliti untuk menggunakan perusahaan sektor manufaktur sebagai objek penelitian ialah karena industri manufaktur mempunyai banyak perusahaan yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia dan lebih cenderung untuk mempunyai peraturan dalam penanaman modal yang tidak terlalu berbeda antara satu dengan yang lainnya, dimana diharapkan dapat menangkap hubungan variabel independen terhadap variabel dependen ketika ada pengaruh langsung maupun tidak langsung oleh variabel perantaranya tanpa mengurangkan banyak sampel perusahaan yang tergolong *outliers*.

Pemilihan sampel dilakukan melalui metode *purposive sampling* yang didasarkan pada rujukan Sekaran dan Bougie (2013), yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria dan sistematika tertentu yang bertujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel dalam penelitian ini adalah:

- 1) Sampel perusahaan adalah perusahaan yang mengedarkan saham biasa maupun saham preferen dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai perusahaan pada sektor manufaktur. Perusahaan – perusahaan yang bergerak di sektor pertanian, pertambangan, properti, real estat, dan konstruksi bangunan, infrastruktur, prasarana, dan transportasi, keuangan, dan perdagangan, jasa dan investasi dihilangkan dari sampel.
- 2) Perusahaan telah terdaftar sebagai perusahaan *go public* minimal mulai dari tahun 2017 dan telah mempunyai laporan keuangan yang telah selesai diaudit per akhir siklus akuntansi perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang melakukan IPO di tahun 2017 tetapi tidak mempunyai laporan keuangan yang diaudit akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Hal ini bertujuan untuk mengurangi informasi keuangan yang bias, sehingga menghasilkan nilai yang akurat dan terkini.
- 3) Perusahaan yang terdaftar harus mempunyai data laporan keuangan yang lengkap dan jelas serta dapat diambil dari *database* Bursa Efek Indonesia selama tahun 2017 sampai dengan tahun 2018.
- 4) Selama tahun penelitian dari 2017 sampai dengan 2018, perusahaan tidak mengalami kerugian baik untuk rugi bersih perusahaan maupun rugi dari aktivitas

operasi yang akan digunakan sebagai basis perhitungan *earning management*.

- 5) Perusahaan harus memakai satuan mata uang rupiah pada semua laporan keuangan yang terdaftar di dalam *database* Bursa Efek Indonesia dan siklus pembukuan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar harus berakhir per tanggal 31 Desember selama tahun 2017 sampai dengan 2018. Hal ini bertujuan untuk mengurangi kesalahan penggunaan kurs konversi antara para peneliti dan menyamakan semua sampel penelitian sehingga tidak adanya perbedaan hasil dan cara pengolahan tiap variabel yang dapat menghasilkan nilai *outlier*.

3.2 Operasional Variabel dan Pengukurannya

3.2.1 Variabel Dependen

a. Nilai Perusahaan

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, Chirinko (1993) menggunakan rasio Tobin's Q untuk menghitung nilai perusahaan menurut beliau memiliki *sufficient statistic* terhadap keputusan investasi yang dipilih. Menurut Lang, et .al. (1991) dan Mansourlakoraj dan Sepasi (2015) jika rasio Q di atas satu, ini menunjukkan bahwa investasi pada aset yang menghasilkan pendapatan yang memberikan nilai lebih tinggi daripada pengeluaran investasi, ini akan merangsang investasi baru. Untuk menghitung nilai perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan rumus Tobin's Q seperti berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{MVE} + \text{DEBT}}{\text{TA}}$$

Tobin's Q	= Nilai perusahaan
MVE	= <i>Market value of equity</i> (MVE = harga saham penutupan x jumlah saham yang beredar)
DEBT	= Total kewajiban
TA	= Total aset dalam <i>book value</i>

3.2.2 Variabel Independen

a. *Investment Opportunities Set*

Variabel *investment opportunities set* (IOS) diukur dengan satu proksi tunggal berbasis harga sesuai dengan penelitian Kallapur dan Trombley (2001). Kallapur dan Trombley pada tahun 2001, proksi berbasis harga lebih jelas dalam membandingkan nilai buku dan nilai pasar dari pertumbuhan yang sebenarnya dan patokan yang paling banyak digunakan oleh penelitian terbaru saat ini sebagai proksi *investment opportunities set*. Variabel yang dipakai untuk mewakili IOS adalah *market to book value of equity ratio* (MV/BVE) yang menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Variabel yang digunakan pada proksi *investment opportunities set* dalam penelitian ini menggunakan rumus sebagai berikut:

$$MV/BVE = \frac{\text{Jumlah lembar saham beredar} \times \text{C} \quad \text{p}}{\text{Total ekuitas}} \times 100\%$$

b. Board Independence

Persentase yang didapatkan dari perhitungan *board independence* menunjukkan komposisi *board of director* dalam suatu perusahaan. Sesuai dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 33- POJK.04-2014 pasal 21 ayat 2, syarat komisaris dikatakan independen antara lain:

- 1) Bukan merupakan orang yang bekerja atau mempunyai wewenang dan tanggung jawab untuk merencanakan, memimpin, mengendalikan, atau mengawasi kegiatan Emiten atau Perusahaan Publik tersebut dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir, kecuali untuk pengangkatan kembali sebagai Komisaris Independen Emiten atau Perusahaan Publik pada periode berikutnya.
- 2) Tidak mempunyai saham baik langsung maupun tidak langsung pada Emiten atau Perusahaan Publik tersebut.
- 3) Tidak mempunyai hubungan Afiliasi dengan Emiten atau Perusahaan Publik, anggota Dewan Komisaris, anggota Direksi, atau pemegang saham utama Emiten atau Perusahaan Publik tersebut.
- 4) Tidak mempunyai hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan usaha Emiten atau Perusahaan Publik tersebut.

Apabila jumlah *board independence* meningkat maka pengawasan *board independence* terhadap tingkat integritas direksi dan manajemen perusahaan tersebut sendiri akan meningkat. Hal ini mewakili kepentingan *stakeholders* dibandingkan kepentingan pemegang saham mayoritas dan akan berdampak baik terhadap nilai perusahaan. *Board independence* harus diukur dengan proporsi *board independence* di perusahaan terhadap total jumlah *board of commissioner* atau dewan komisaris.

$$INDBRD = \frac{\text{Jumlah } b \quad \text{in}}{\text{Total } b \quad \text{o} \quad \text{cc}} \times 100\%$$

c. Free Cash Flow

Arus kas bebas (*free cash flow*) menurut Richardson (2006) dalam Park dan Jang (2013) adalah arus kas yang melampaui apa yang diperlukan untuk mempertahankan aset dan keuangan yang diharapkan untuk investasi baru. Arus kas bebas juga dapat dideskripsikan sebagai kelebihan arus kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif ketika didiskontokan dengan tingkat imbal hasil yang diminta tepat (Horne dan Wachowicz, 2009: 489). *Free cash flow* akan dihitung sesuai dengan rumus Lehn dan Poulsen dalam Wang (2010) sebagai berikut:

$$F_t = \frac{O_t - T_t - I_t - C_t - P_t}{S_t}$$

Dimana:

OCF_t = Arus kas dari kegiatan operasi.

Tax_t = Beban pajak penghasilan perusahaan.

$IExp_t$ = Beban bunga.

$CDiv_t$ = Dividen saham biasa.

$PDiv_t$ = Dividen saham preferen.

$Sales_t$ = Penjualan bersih.

3.2.3 Variabel Intervening

a. Manajemen Laba (*Earning Management*)

Sejumlah laba yang berkualitas (*earning quality*) tinggi adalah salah satu tolak ukur yang akurat untuk mencerminkan kinerja operasi perusahaan yang merupakan indikator yang baik untuk kinerja operasi masa depan, dan merupakan ukuran ringkasan berguna untuk menilai nilai perusahaan. Tujuan dari analisis keuangan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan, dimana hal ini dilakukan untuk menilai sejauh mana kinerja perusahaan saat ini sehingga dapat menjadi indikasi kinerja perusahaan di masa depan, dan berdasarkan analisis ini maka perusahaan dapat menentukan apakah harga saham saat ini mencerminkan nilai perusahaan intrinsik di masa depan. Oleh karena itu sesuai dengan teori manajemen laba yang telah dibahas sebelumnya bahwa manajemen laba dan kualitas laba diibaratkan sebagai sebuah koin yaitu saling berhubungan.

Berdasarkan pandangan tersebut untuk menguji *earning management*, peneliti menggunakan model berdasarkan *modified Jones model* yang sesuai pada penelitian Dechow, et.al. (1995) di dalam penelitian Cardoso, et.al. (2014). Model ini banyak digunakan para peneliti karena dapat menjaga hasil yang dapat dibandingkan serta dalam model ini dapat dimungkinkan untuk menghitung nilai akrual non diskresioner. Menurut Dechow, et.al. (2010) hasil dari *nondiscretionary accruals* dari penyesuaian yang diperlukan untuk mencerminkan kinerja perusahaan, sedangkan *discretionary accruals* adalah yang menangkapi distorsi yang dipaksa oleh sistem akuntansi atau hasil dari *earning management* sendiri. Persamaan *earning management* adalah sebagai berikut:

$$T_{it} = N_{it} - O_{it} \quad (1)$$

$$\frac{T_{it}}{T_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{T_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta R_{it}}{T_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{P_{it}}{T_{it-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$N_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{T_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta R_{it} - \Delta A_{it}}{T_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{P_{it}}{T_{it-1}} \right) \quad (3)$$

$$D_{it} = \frac{T_{it}}{T_{it-1}} - N_{it} \quad (4)$$

Dimana:

NP_{it} = Laba bersih pada tahun t.

OFC_{it} = Arus kas operasi pada tahun t.

TA_{t-1} = Total aset akhir tahun sebelum tahun t.

ΔREV_{it} = Selisih penghasilan perusahaan antara tahun t dan tahun t-1.

$\Delta ACCREC_{it}$ = Selisih piutang perusahaan antara tahun t dan tahun t-1.

PPE_{it} = Aset tetap pada tahun t.

NDA_{it} = *Non-discretionary accrual* pada tahun t.

DA_{it} = *discretionary accrual* pada tahun t.

3.3 Metode Analisis Data

Untuk menjawab hipotesis 1, 3 dan 5 maka model persamaan dari regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$D_{it} = \alpha + \beta_Y I_1 + \beta_Y I_2 + \beta_Y F + e \quad (5)$$

Keterangan:

DA_{it} : *Earning Management*

α : Konstanta

$\beta_{Y1}, \beta_{Y2}, \beta_{Y3}$: Koefisien regresi

IOS : *Investment opportunities set*

INDBRD : *Board independence*

FCF : *Free cash flow*

e : Error, estimasi tingkat kesalahan dalam penelitian

Subscript it : Identifikasi untuk perusahaan i pada tahun t

Sedangkan untuk menjawab hipotesis 2, 4 dan 6 maka model persamaan dari regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_Y I_1 + \beta_Y I_2 + \beta_Y F + \beta_Y D + e \quad (6)$$

Keterangan:

- $Q_{i,t}$: Nilai perusahaan
 α : Konstanta
 $\beta_{Y2X1} - \beta_{Y2Y1}$: Koefisien regresi
 IOS : *Investment opportunities set*
 INDBRD : *Board independence*
 FCF : *Free cash flow*
 DA : *Earning Management*
 e : Error, estimasi tingkat kesalahan dalam penelitian
Subscript i,t : Identifikasi untuk perusahaan i pada tahun t

Setelah didapat pengaruh dan nilai *standardized coefficient betanya* pada model (6) maka dilanjutkan dengan menghitung *indirect effect* terkait. Syarat dalam analisis jalur adalah jika terdapat variabel yang tidak signifikan antara variabel dependen terhadap variabel *intervening* maka hal tersebut sudah menandakan bahwa variabel *intervening* tidak bisa menjembatani antara variabel dependen dan variabel independennya, sehingga tidak dapat dilakukan analisis jalur lebih lanjut. Perhitungan pengaruh tidak langsung untuk pengujian hipotesis 4 sampai dengan hipotesis 6 (melalui variabel *intervening*):

- Pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) *investment opportunities set* terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* = $\beta_{Y1X1} \times \beta_{Y2Y1}$.
- Pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) *board independence* terhadap nilai perusahaan melalui
 $\text{earning management} = \beta_{Y1X2} \times \beta_{Y2Y1}$.
- Pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* = $\beta_{Y1X3} \times \beta_{Y2Y1}$.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistika Deskriptif

Pengujian ini berusaha untuk menyajikan dan mengukur nilai data yang telah tersedia dari suatu proses penelitian sehingga dapat diperoleh suatu gambaran yang jelas terhadap hasil objek penelitian dan mudah untuk dimengerti. Pengujian ini juga menunjukkan karakteristik data, termasuk jumlah sampel (N), nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi data dimana dapat dilihat pada tabel 1 dibawah ini

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3.491	1.042		-3.349	.002		
	Lg_IOS	-3.778	2.178	-6.144	-1.735	.095	.003	383.529
	BRD	-119.253	237.468	-.100	-.502	.620	.823	1.215
	Lg_fcf	3.449	2.005	6.061	1.720	.097	.003	379.536

a. Dependent Variable: Lg_EM

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 23 for Windows.

Berdasarkan tabel 1 diatas, diketahui bahwa rata – rata nilai perusahaan adalah sebesar 0,095, dimana menurut Brush, et al. (2000) jika rasio $Q > 1$ menandakan bahwa nilai pasar perusahaan berada diatas nilai bukunya yang menandakan bahwa perusahaan telah memilih investasi yang menguntungkan bagi mereka. Sebaliknya jika $Q < 1$ menandakan bahwa nilai pasar perusahaan berada dibawah nilai aset itu sendiri.

Nilai rata – rata variabel arus kas bebas menunjukkan nilai 0,097, dimana di dalam penelitian Chung, et al. (2005) dijelaskan bahwa perusahaan yang menyimpan *free cash flow* yang berlebihan dan memiliki prospek pertumbuhan yang rendah cenderung melakukan investasi yang dapat mengurangi nilai perusahaan sehingga dapat menimbulkan masalah keagenan di dalam perusahaan. Dimana penelitian ini sejalan dengan penelitian Lang, et al. (1991) dimana perusahaan dengan $Q < 1$ atau sama dengan 0 adalah perusahaan yang mempunyai nilai arus kas bebas yang lebih baik. Nilai rata – rata arus kas bebas hanya sebesar 0,097 yang mana sangat kecil dengan nilai $Q < 1$, maka perusahaan yang menjadi sampel tidak membiarkan saja arus kas yang berlebihan dan digunakan untuk kepentingan perusahaan.

Nilai rata – rata dewan independen untuk perusahaan sampel adalah sebesar 0,620 dimana hal ini menunjukkan jumlah anggota independen yang termasuk di dalam dewan komisaris adalah sebesar 62%. Variabel *investment opportunities set* mempunyai nilai standar deviasi dan nilai rata – rata terbesar dibandingkan dengan variabel – variabel lainya dimana secara berturut – turut sebesar 8,4184 dan 3,9797. Dan variabel *earning management* merupakan variabel yang mempunyai nilai rata – rata terkecil sebesar 0,108 dimana hal ini menandakan bahwa terdapat tindakan *earning management* yang nilainya tidak terlalu besar.

4.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis akan dilakukan melalui tiga tahap, dimana tahap pertama adalah melakukan uji t (*t-test*) untuk melihat seberapa jauh pengaruh suatu variabel bebas secara

individual terhadap variabel terikatnya, kemudian dilanjutkan dengan melakukan uji F untuk melihat apakah semua variabel bebas secara bersama – sama berpengaruh terhadap variabel terikatnya dan terakhir melakukan uji R^2 untuk mengukur seberapa besar kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independennya. Hipotesis akan diuji dengan tingkat keyakinan sebesar 95% dan merupakan perusahaan

– perusahaan manufaktur yang telah memenuhi kriteria dalam penelitian ini.

4.2.1 Uji t (*t-test*) Persamaan Pertama

Untuk menjawab hipotesis 1 sampai dengan 3 digunakan pengujian t dimana hasilnya dapat dilihat pada tabel 2 dibawah ini.

Tabel 2
Hasil Uji t Persamaan Pertama
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	,050	,018		2,812	,005		
FCF	,078	,065	,073	1,198	,232	,997	1,003
BRD	-,086	,043	-,132	-2,014	,045	,862	1,160
IOS	-,001	,001	-,135	-2,059	,040	,860	1,162

a. Dependent Variable: EQ

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 23 for Windows.

a. Pengaruh *Investment Opportunities Set Terhadap Earning Management*

Berdasarkan hipotesis pertama, secara keseluruhan diperoleh hasil bahwa koefisien regresi *investment opportunities set* menunjukkan tanda negatif. Hal ini sejalan dengan *contracting-based accounting theory* yang menyatakan bahwa manajemen puncak (*agent*) menggunakan *earning management* sebagai sarana mereka untuk menyampaikan *investment opportunities set* yang ada di dalam perusahaannya dalam bentuk informasi pertumbuhan dan aset yang ada di dalam perusahaan tersebut kepada investor, sehingga akan meningkatkan efisiensi pada pasar sekuritas (Scott, 2006). Hal ini membuat *earning management* yang semakin kecil akan membuat semakin tingginya kualitas laba di perusahaan. Hal ini juga sejalan dengan penelitian Demski dan Sappington (1992) dan Stocken dan Verrecchia (2004) dimana mereka menjabarkan bahwa arus kas operasi perusahaan atau beberapa pengukuran kinerja perusahaan seperti laba utama perusahaan dapat digunakan untuk memberikan gambaran kinerja dan nilai perusahaan.

Penelitian ini juga menunjukkan bahwa *investment opportunities set* berpengaruh terhadap *earning management* dengan tingkat keyakinan 95%. Penelitian ini juga menunjukkan hasil yang sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Scott (2006), Stocken dan Verrecchia (2004), dan Demski dan Sappington (1992) namun hasil penelitian

tersebut tidak sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Alves (2014), Rosdini (2011), Chen, et al. (2010), Al Najjar dan Belkaoui (2001), dan Gul, et al. (2003).

b. Pengaruh *Board Independence* Terhadap *Earning Management*

Berdasarkan hipotesis kedua, secara keseluruhan diperoleh hasil bahwa koefisien regresi *board independence* menunjukkan tanda negatif, sehingga peningkatan *board independence* akan menurunkan perilaku manajemen puncak untuk melakukan *earning management*. Hal ini menandakan bahwa kecil kemungkinan manajemen puncak akan melakukan *earning management* jika presentase *board independence* di dalam perusahaan tersebut tinggi. Karena itu, perusahaan dengan presentase *board independence* yang tinggi cenderung untuk menghasilkan kualitas laba yang tinggi ketimbang perusahaan sejenisnya yang mempunyai presentase *board independence* yang lebih sedikit (Alves, 2014). Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) dimana untuk mengurangi tindakan – tindakan yang bertentangan dengan para pemegang sahamnya, maka pemegang saham harus mengeluarkan beban pengawasan dimana dalam hal ini ialah dengan memasukan dewan direksi independen yang terikat kepada manajemen perusahaan.

Hasil uji t dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa *board independence* berpengaruh terhadap *earning management* dengan tingkat keyakinan 95%. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Alves (2014), Latridis (2012), Joubert dan Fakhfakh (2011), dan Ajinkya, et al. (2005) dan Klein (2002) namun tidak konsisten dengan hasil penelitian Shu et al (2015), Agustia (2013) dan Rosdini (2011).

c. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Earning Management*

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan melalui pengujian hipotesis dengan uji t yang telah dilakukan sebelumnya untuk menguji pengaruh *free cash flow* terhadap *earning management*, diketahui bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *earning management* dengan tingkat keyakinan 95%. Dimana hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kangarluei, et .al. (2011) dimana menurut mereka besar kecilnya nilai *free cash flow* di dalam suatu perusahaan tidak sama sekali berhubungan dengan adanya kemungkinan manajemen menggunakan *earning management*. Penelitian Kangarluei,et.al. (2011) ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Muhlisin (2013) dan *pecking order theory* dimana menurut beliau sumber dana perusahaan tidak hanya berasal dari arus kas bebas saja, akan tetapi dapat juga berasal dari modal dan sumber pendanaan lainnya, sehingga arus kas bebas tidak mempengaruhi *earning management*.

4.2.2 Uji t (t-test) Persamaan Kedua

Untuk menjawab hipotesis 4 sampai dengan 7 digunakan pengujian t dimana hasilnya dapat dilihat pada tabel 3 dibawah ini.

Tabel 3
Hasil Uji t Persamaan Kedua
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2.417	6.079		.398	.694		
Lg_IOS	27.440	11.216	8.555	2.446	.022	.002	427.912
BRD	401.716	1163.308	.065	.345	.733	.815	1.227
Lg_fcf	-25.405	10.316	-8.560	-2.463	.021	.002	422.724
Lg_EM	-.573	.956	-.110	-.599	.555	.851	1.176

a. Dependent Variable: FV

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 23 for Windows.

a. Pengaruh *Investment Opportunities Set* Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hipotesis keempat, secara keseluruhan diperoleh hasil bahwa koefisien regresi *investment opportunities set* menunjukkan tanda yang positif terhadap nilai perusahaan. Ini berarti peningkatan *investment opportunities set* akan mendorong peningkatan pada nilai perusahaan. Begitupula sebaliknya, semakin sedikit *investment opportunities set* maka semakin kecil juga nilai perusahaan. Hasil ini mendukung dan konsisten dengan pendapat yang dikemukakan Myers (1976) yang mengatakan bahwa efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research & development*, dan *merger* dengan perusahaan lain. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis melalui metode yang ada, dengan kesimpulan investasi yang dipilih menghasilkan *net present value* yang positif, sehingga akan memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa depan (Chan et al, 1990 dan Fama dan French, 1998).

Hasil uji t dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa *investment opportunities set* berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tingkat keyakinan 95%. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Muniandy dan Hilier (2015), Siboni dan Pourali (2015), Rosdini (2011), Yuliani et al (2012), Hasnawati (2005) dan Fama dan French (1998) namun tidak konsisten dengan Sun, et al.(2013) dan Hutchinson dan Gul (2004).

b. Pengaruh *Board Independence* Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dengan uji t diatas untuk menguji pengaruh *board independence* terhadap nilai perusahaan, diketahui bahwa *board independence* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tingkat keyakinan 95%. Penjelasan dari hasil ini adalah kemungkinan adanya komisaris independen dalam perusahaan yang diobservasi hanyalah bersifat formalitas untuk memenuhi regulasi dari

Bursa Efek Indonesia sehingga keberadaan dewan independen ini tidak untuk menjalankan fungsi pengawasan yang baik dan tidak menggunakan independensinya untuk mengawasi dan mengendalikan kebijakan manajemen puncak (Kusumaningtyas, 2015).

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Zabri, et al. (2016), Kusumaningtyas (2015), Kumar dan Singh (2012) dan Mehran (1994) namun tidak konsisten dengan hasil Latridis (2012), Muniandy dan Hilier (2015), Rosdini (2011) dan Hutchinson dan Gul (2004).

c. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* memiliki koefisien positif dan signifikan yang berarti bahwa, *free cash flow* yang besar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa perusahaan masih mempunyai dana yang berlebihan setelah adanya pembayaran beban dan investasi (Mansourlakoraj dan Sepasi, 2015). Selain itu Arieska dan Gunawan (2011) mengatakan bahwa *free cash flow* yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang baik sehingga dapat mendistribusikan kelebihan dananya kepada para pemegang sahamnya dalam bentuk *stock return* yang tinggi dimana hal tersebut akan meningkatkan kekayaan para pemegang sahamnya. Hasil uji t dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tingkat keyakinan 95%. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mansourlakoraj dan Sepasi (2015), Wang (2010) dan Brush, et al. (2000) namun tidak konsisten dengan hasil penelitian Park dan Jang (2013), Jensen (1986, 1989, 1993) dan Jensen dan Meckling (1976).

d. Pengaruh *Earning Management* Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 3 diketahui bahwa variabel *earning management* memiliki koefisien positif dan signifikan 95% terhadap nilai perusahaan, dimana hal ini berarti menunjukkan tindakan *earning management* akan meningkatkan nilai perusahaan. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa *earning management* dapat meningkatkan kemampuan laba untuk mencerminkan nilai ekonomis perusahaan selain itu peningkatan *earning management* juga dapat membantu memprediksi arus kas dengan cara meningkatkan konten informasi laba sekarang yang berkaitan dengan kinerja masa depan (Jiraporn et al, 2008). Selain itu menurut Healy dan Palepu (1993) *earning management* dapat digunakan manajemen puncak untuk mengkomunikasikan informasi yang dapat menguntungkan perusahaan yang dimiliki oleh para manajemen kepada para pemegang sahamnya, sehingga konsep *earning management* disini diartikan sebagai sesuatu yang bermanfaat (*beneficial earning management*).

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ustman, et al. (2016), Gaio dan Raposo (2011) dan Jiraporn et al (2008) namun tidak konsisten dengan hasil penelitian Latridis (2012) dan Dechow dan Schrand (2004).

4.3 Analisis Jalur

Untuk menjawab hipotesis 8 sampai dengan 10 maka peneliti perlu melakukan analisis

jalur (*path analysis*). Analisis jalur merupakan suatu teknik untuk menganalisis hubungan sebab akibat yang terjadi pada regresi linear berganda jika variabel bebasnya mempengaruhi variabel tergantung tidak hanya secara langsung tetapi juga tidak langsung (Retherford dan Choe, 1993).

Menurut Sekaran (2007) untuk dapat membuktikan hipotesis yang melibatkan adanya variabel mediasi (*intervening*) dapat dilakukan dengan melihat nilai *standardized beta coefficient* dari pengaruh langsung *investment opportunities set* terhadap nilai perusahaan dibandingkan dengan nilai *standardized beta coefficient* dari pengaruh tidak langsung *investment opportunities set* terhadap nilai perusahaan melalui *earning management*. Oleh karena itu untuk mendapatkan nilai *indirect effect* pada ketiga variabel independen dalam penelitian, maka masing – masing nilai *standardized beta coefficient* akan dikalikan. Cara perhitungan tersebut akan dijelaskan melalui analisis jalur sebagai berikut:

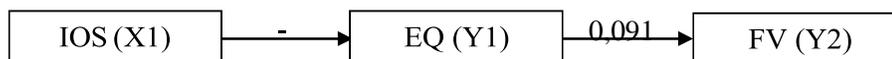
Tabel 4
Hasil Analisis Jalur

	Deskriptif	Persamaan	Standar Beta Coefficient
Hipotesis 8			
	<i>Investment Oppurtunities Set</i> -> Manajemen Laba	βy_{1x1}	-6,144
	Manajemen Laba -> Nilai Perusahaan	βy_{2y1}	-0,110
	<i>Indirect Effect Investment Oppurtunities Set</i> -> Nilai Perusahaan	$\beta y_{1x1} * b y_{2y1}$	0,67584
Hipotesis 9			
	<i>Board Independence</i> -> Manajemen Laba	βy_{1x2}	-0,100
	Manajemen Laba -> Nilai Perusahaan	βy_{2y1}	-0,110
	<i>Indirect Board Independence</i> -> Nilai Perusahaan	$\beta y_{1x2} * b y_{2y1}$	0,011
Hipotesis 10			
	<i>Free Cash Flow</i> -> Manajemen Laba	βy_{1x3}	6,061
	<i>Manajemen Laba</i> -> Nilai Perusahaan	βy_{2y1}	-0,110
	<i>Inderect Free Cash Flow</i> -> Nilai Perusahaan	$\beta y_{1x3} * b y_{2y1}$	-0,66671

Sumber : Diolah Peneliti

4.3.1 *Investment Opportunities Set* Yang Tinggi Berpengaruh Tidak Langsung Terhadap Nilai Perusahaan Melalui *Earning Management* Sebagai Variabel Intervening.

Gambar 1
Analisis Jalur Hipotesis 8

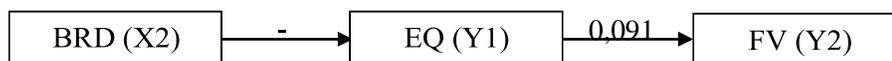


Berdasarkan tabel 4., hasil *indirect effect* menunjukkan bahwa pengaruh proksi *investment opportunities set* terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* memiliki pengaruh yang negatif dengan tingkat keyakinan 95%. Hal ini menjelaskan bahwa *earning management* dapat memediasi hubungan antara proksi *investment opportunities set* terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan *contracting-based accounting theory* dimana manajemen puncak sebagai *agent* dapat memilih prosedur akuntansi yang efektif dan efisien untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Holthausen, 1990). Dechow dan Schrand (2004) juga menjelaskan bahwa *earning management* dan kualitas laba merupakan dua sisi yang berbeda, dimana ketika *earning management* menurun maka kualitas laba akan meningkat. *Investment opportunities set* yang tinggi menandakan tingginya *growth option* dan *asset in place* dengan *net present value* yang positif (Myers, 1977) sehingga menyebabkan rendahnya penggunaan *earning management* yang oportunistik dimana hal ini akan berdampak pada peningkatan kualitas laba. Dechow dan Schrand (2004) menjelaskan tingginya kualitas laba secara akurat dapat merefleksikan kinerja perusahaan dan meningkatkan nilai intrinsik perusahaan.

Berdasarkan tabel 4 diketahui bahwa *direct effect* antara *investment opportunities set* mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai *standardized beta coefficient* sebesar 0,759. Hal ini menandakan baik *direct effect* maupun *indirect effect* dapat mempengaruhi variabel nilai perusahaan, akan tetapi *direct effect* lebih mampu menjelaskan hubungan sebab akibat antara variabel *investment opportunities set* terhadap nilai perusahaan dikarenakan nilai *standardized beta coefficient direct effect* lebih besar ketimbang *indirect effect*.

4.3.2 Board Independence Yang Tinggi Berpengaruh Tidak Langsung Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Earning Management Sebagai Variabel Intervening.

Gambar 2
Analisis Jalur Hipotesis 9



Berdasarkan tabel 4, hasil *indirect effect* menunjukkan bahwa pengaruh proksi *board independence* terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* memiliki pengaruh yang negatif dengan tingkat keyakinan 95%. Hal ini menjelaskan bahwa *earning management* dapat memediasi hubungan antara proksi *board independence* terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hutchinson dan Gul (2004) dimana menurut mereka dewan yang independen dapat memastikan terjalannya pengawasan manajemen yang baik dan mengurangi perilaku oportunistik manajemen. Berdasarkan penelitian Weisbach (1988), Tosi, et al (1997), Brickely et al (1997), dan Conyon and Peck (1998) peningkatan jumlah dewan independen akan cenderung meningkatkan kualitas pengambilan keputusan di dalam operasi perusahaan sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Oleh sebab itu,

peningkatan pada komposisi dewan independensi di dalam perusahaan dapat mengurangi tindakan oportunistik *earning management* sehingga kualitas laba yang tercermin di dalam laporan keuangan telah menunjukkan kinerja perusahaan yang sebenarnya, kesamaan tujuan perusahaan dengan para pemegang sahamnya, dan terjadinya peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan tabel 4, diketahui bahwa *direct effect* antara *board independence* mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,226 dan nilai *standardized beta coefficient* sebesar -1,214. Hal ini menandakan *direct effect* tidak dapat mempengaruhi variabel nilai perusahaan secara langsung karena nilai signifikansi berada di atas 0,05, akan tetapi *indirect effect* lebih mampu menjelaskan hubungan sebab akibat antara variabel *board independence*. Hal ini mungkin disebabkan karena penambahan *board independence* pada umumnya akan meningkatkan biaya operasional perusahaan dan dewan yang berasal dari luar perusahaan sendiri mempunyai pengetahuan yang kurang terhadap perusahaan yang dipegangnya dan hanya mengandalkan informasi yang didapat dari manajemen puncak saja sehingga peningkatan atau penurunan dewan independen tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan.

4.3.3. Free Cash Flow Yang Tinggi Berpengaruh Tidak Langsung Terhadap Nilai Perusahaan Melalui *Earning Management* Sebagai Variabel Intervening.

Gambar 3
Analisis Jalur Hipotesis 10



Berdasarkan tabel 4, hasil *indirect effect* menunjukkan bahwa pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* memiliki pengaruh yang negatif dengan tingkat keyakinan 95%. Akan tetapi dikarenakan hasil regresi linear berganda antara *free cash flow* terhadap *earning management* tidak menghasilkan nilai yang signifikan dengan tingkat keyakinan 95%, maka *earning management* terbukti tidak dapat memediasi hubungan antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa sesuai dengan *pecking order theory* bahwa sumber dana perusahaan tidak hanya berasal dari arus kas bebas saja, akan tetapi dapat juga berasal dari modal dan sumber pendanaan lainnya, sehingga arus kas bebas tidak mempengaruhi *earning management*.

Oleh karena itu hanya *direct effect* sajalah yang dapat mempengaruhi variabel nilai perusahaan secara langsung karena nilai signifikansi berada di bawah 0,05.

5. PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung dari variabel *earning management* pada hubungannya dengan *investment opportunities set*, *board independence*, dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan, maka dapat disimpulkan

bahwa:

- a. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *investment opportunities set* baik efek langsung maupun tidak langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan ketika terdapat *earning management* sebagai variabel *intervening*. Pengaruh secara langsung menandakan pilihan pengeluaran investasi telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan baik, sehingga akan memberikan sinyal yang positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan pengaruh secara tidak langsung menandakan pilihan investasi oleh manajemen puncak memberikan nilai yang positif sehingga menyebabkan rendahnya penggunaan *earning management* yang oportunistik dimana hal ini akan berdampak pada peningkatan *earning quality*, dimana hal ini secara akurat dapat merefleksikan kinerja perusahaan dan meningkatkan nilai intrinsik perusahaan terkait.
- b. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *board independence* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara langsung, akan tetapi secara tidak langsung *board independence* berpengaruh ketika ada *earning management* sebagai variabel *intervening*. Pengaruh secara langsung menandakan adanya komisaris independen dalam perusahaan hanyalah bersifat formalitas untuk memenuhi regulasi dari Bursa Efek Indonesia sehingga keberadaan dewan independen baik ada ataupun tidak ada tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan pengaruh secara tidak langsung menandakan peningkatan pada komposisi dewan independensi di dalam perusahaan dapat mengurangi tindakan oportunistik *earning management* sehingga *earning quality* yang tercermin di dalam laporan keuangan telah menunjukkan kinerja perusahaan yang sebenarnya, kesamaan tujuan perusahaan dengan para pemegang sahamnya, dan terjadinya peningkatan nilai perusahaan.
- c. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara langsung, akan tetapi secara tidak langsung *free cash flow* tidak berpengaruh ketika ada *earning management* sebagai variabel *intervening*. Pengaruh secara langsung menandakan *free cash flow* yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang baik sehingga dapat mendistribusikan kelebihan dananya kepada para pemegang sahamnya dalam bentuk *stock return* yang tinggi dimana hal tersebut akan meningkatkan kekayaan para pemegang sahamnya. Sedangkan pengaruh secara tidak langsung menandakan peningkatan sumber dana perusahaan tidak hanya berasal dari arus kas bebas saja, akan tetapi dapat juga berasal dari modal dan sumber pendanaan lainnya, sehingga arus kas bebas tidak mempengaruhi *earning management*.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini juga memiliki keterbatasan yang diharapkan dapat diperbaiki pada penelitian – penelitian selanjutnya. Dimana keterbatasan penelitian ini antara lain:

- a. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada 3 variabel yang meliputi *investment opportunities set*, *board independence* dan *free cash flow* dengan variabel manajemen laba sebagai variabel *intervening*.
- b. Periode pengamatan hanya dilakukan enam tahun, yaitu tahun 2017 sampai dengan tahun 2018 dan jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini relatif sedikit yaitu

sebanyak 45 perusahaan untuk setiap tahunnya.

- c. Data perusahaan yang diteliti diambil hanya terbatas pada yang bersifat sekunder dan diambil melalui website Bursa Efek Indonesia.
- d. Perusahaan yang diteliti juga hanya terbatas pada perusahaan pada sektor perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.
- e. Penelitian ini hanya menggunakan satu model pengujian untuk menguji tiap – tiap hipotesisnya yaitu dengan menggunakan analisis linear berganda.

Dengan adanya keterbatasan penelitian diatas, maka saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya adalah:

- a. Menambah jumlah sampel dengan menambah jumlah perusahaan yang diteliti, menambah jumlah tahun observasi dan menambah sektor perusahaan penelitian.
- b. Menambah variabel – variabel seperti variabel dalam *corporate governance* baik struktur kepemilikan dan non struktur kepemilikan, menggunakan perhitungan *free cash flow* dari penelitian lainnya yang terbaru, menggunakan proksi yang lebih banyak untuk menghitung *investment opportunities set* serta menggunakan rumus penelitian lain untuk mencari nilai *earning management* untuk memperluas dan memperdalam cakupan penelitian.
- c. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan data yang bersifat primer sehingga dapat mengetahui secara langsung perilaku *earning management* di dalam suatu perusahaan yang dilakukan oleh pihak manajemen.
- d. Memperluas model penelitian sehingga mampu lebih baik menjawab permasalahan *earning management* tidak hanya perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia, tetapi juga pada perusahaan –perusahaan keluarga atau kecil lainnya.
- e. Merekonstruksi model penelitian dengan jenis SEM (*Structural Equation Modelling*) seperti LISREL dan AMOS agar didapat hasil yang lebih banyak mendukung hipotesis.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustia, Dian. (2013). Pengaruh Faktor Good Corporate Governance, Free Cash Flow, dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 15(1), 27-42.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and The Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*. 43(3), 343-376.
- Al Najjar, F. & Belkaoui, A.R., (2001). Growth Opportunities and Earnings Management. *Managerial Finance*. 27(12), 72-81.
- Alves, S. (2014). The Effect of Board Independence on The Earnings Quality: Evidence from Portuguese Listed Companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. 8, 23-44.
- Arieska, M. & Gunawan, B (2011). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 13(1), 13-23.
- Arya, A., Glover, J., & Sunder, S. (2003). Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?. *Accounting Horizons*. 111-116.
- Baber, W., Janakiraman, S., & Kang, S. (1996). Investment Opportunities and The Structure of Executive Compensation. *Journal of Accounting and Economics*. 21, 297-318.
- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership Structure: Separating The CEO and Chairman of The Board. *Journal of Corporate Finance*. 3, 189-220.
- Brush, T., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*. 21, 455-472.
- Cardoso, F.T., Martinez, A.L., & Teixeira, A.J.C. (2014). Free Cash Flow and Earnings Management in Brazil: The Negative Side of Financial Slack. *Double Blind Peer Reviewed International Research Journal*. 14, 84-96.
- Chen, K.Y., Elder, R.J., & Hung, S. (2010). The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from The Role of Controlling Shareholders. *Corporate Governance: An International Review*. 18(3), 193- 211.
- Chirinko, Robert S. (1993). Multiple Capital Inputs, Q, and Investment Spending. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 17, 907-938.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.B. (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research*. 58, 766-776.
- Canyon, M.J. (1998). Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation. *The Academy of Management Journal*. 41(2), 146-157.
- Dechow, P.M., Ge, W., & Schrand, C.M. (2010). Understanding Earnings Quality: A Review of The Proxies, Their Determinants and Their Consequences. *Journal of Accounting and Economics*. 50, 0-401.
- Dechow, P.M., & Schrand, C.M. (2004). *Earning Quality*. United States of America: The Research Foundation of CFA Institute.
- Demski, J.S & Sappington D.E.M. (1992). Further Thoughts on Fully Revealing Income

- Measurement. *The Accounting Review*. 67(3), 628-630.
- Fama, E.F., & French, K.R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*. 53(3), 819-843.
- Gaio, C., & Raposo C. (2011). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Accounting and Finance*. 51, 467-499.
- Gul, F.A., Leung, S., & Srinidhi, B. (2003). Informative and Opportunistic Earnings Management and The Value Relevance of Earnings: Some Evidence on the Role of IOS. *Paper of SSRN*.
- Hasnawati, Sri (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi Dan Auditing Indonesia*. 9(2), 117-126.
- Healy, P., & Palepu, K.G. (1993). The Effect of Firms Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*. 7, 1-11.
- Holthausen, R.W. (1990). Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives. *Journal of Accounting and Economics*. 12, 207-218.
- Horne, J.C.V., & Wachowicz. (2009). *Fundamental of Financial Management* (13thed.). India: Prentice-Hall of India Pvt. Limited.
- Huang, Y.C., Hou, N.W., & Cheng, Y.J. (2012). Illegal Insider Trading and Corporate Governance: Evidence From Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*. 48(3), 6-22.
- Hutchinson, M., & Gul, F.A. (2004). Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*. 10, 595-614.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305-360.
- Jerzemowska, M. (2006). The Main Agency Problems and Their Consequences. *Acta Oeconomica Pragensia*. 14(3).
- Jiraporn, P., Miller, G.A., Yoon, S.S., & Kim, Y.S. (2008). Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Theory Perspective. *International Review of Financial Analysis*. 17, 622-634.
- Jouber, H., & Fakhfakh, H. (2011). Earnings Management and Board Oversight: an International Comparison. *Managerial Auditing Journal*. 27(1), 66-86.
- Kallapur, S., & M.A. Trombley. (2001). The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance*. 27, 3-15.
- Kangarluei, S.J., Motavassel, M., & Abdollahi, T. (2011). The Investigation and Comparison of Free Cash Flows in The Firms Listed in Tehran Stock Exchange (Tse) With an Emphasis on Earnings Management. *International Journal of Economics and Business Modeling*. 2(2). 118-123.

- Kazlauskienė Vilma & Christauskas Česlovas. (2008). Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Economics Of Engineering Decisions*. 57, 23-31.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*. 33, 375-400.
- Kumar, N., & Singh, J.P. (2012). Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Asian Journal of Finance & Accounting*. 4(2), 39-55.
- Kusumaningtyas, Titah Kinanti. (2015). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks Sri-Kehati. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*.4(7).
- Latridis, G.F. (2012). Hedging and Earnings Management in The Light of IFRS Implementation: Evidence from The UK Stock Market. *The British Accounting Review*. 44, 21-35.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *Journal of Finance*. 44, 771-787.
- Mansourlakoraj, R., & Sepasi, S. (2015). Free Cash Flow, Capital Structure and The Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Management, Accounting and Economics*. 2(2), 144– 148.
- Mehran, H. (1994). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*. 38, 163-184.
- Muniandy, B., & Hilier, J. (2015). Board Independence, Investment Opportunity Set and Performance of South African Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*. 35, 108-124.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5, 147-175.
- Park, K., & Jang, S. (2013). Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification, and Firm Performance. *International Journal of Hospitality Management*. 33, 51-63.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.33/POJK.04/2014 Tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik(c.2) Jakarta, Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia.
- Prasetyo, A.H. (2011). Valuasi Perusahaan: Pedoman Untuk Praktisi dan Mahasiswa. Edisi Kedua, Jakarta: PPM Manajemen.
- Retherford, R.D. & Choe, M.K. (1993). Statistical Models for Causal Analysis: Path Analysis. John Wiley & Sons, Inc.
- Richardson, S.A. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*. 11(2-3), 159-189.
- Rossi, M., Nerino, M., & Capasso, A. (2015). Corporate Governance and Financial Performance of Italian Listed Firms. *Corporate Ownership & Control*, 12(2), 628-643.
- Rosdini, D. (2011). The Influence of Investment Opportunity Set and Corporate Governance to Earnings Quality and Firm Value.
- Scott, W. (2006). *Financial Accounting Theory* (4thed). Toronto, Ontario: Pearson Prentice Hall.
- Sekaran, U & Bougie, R.. (2013). *Research Methods for Business* (6thed). Wiley.
- Shu, P.G., Yeh, Y.H., Chiu, S.B., & Yang, Y.W. (2015). Board External Connectedness and Earnings Management. *Asia Pacific Management Review*. 30, 1-10.
- Siboni, Z.M. & Pourali, M.R. (2015). The Relationship Between Investment Opportunity, Dividend Policy and Firm Value in Companies Listed in TSE: Evidence from IRAN. *European Online Journal of Natural and Social Sciences* 2015.4(1).263-272.
- Skinner, D. (1993). The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice. *Elsevier Science Publishers B. V*. 407-445.
- Smith, C., & Watts, R. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing,

- Dividend and Compensation Policies. *Journal of Finance Economic*. 32, 509–522.
- Stocken, P., & Verrecchia, R. (2004). Financial Reporting System Choice and Disclosure Management. *The Accounting Review*. 79, 1181–1203.
- Sun, J., Lan, G., & Ma, Z. (2013). Investment Opportunity Set, Board Independence, and Firm Performance: The Impact of The Sarbanes-Oxley Act. *Managerial Finance*. 40(5), 454–468.
- Tosi, H.L., Katz, J.P., & Mejia, L.R.G. (1997). Disaggregating The Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making. *The Academy of Management Journal*. 40(3), 584-602.
- Ustman, Subekti, I., & Ghofar, A. (2016). Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Nilai Perusahaan Sebelum dan Saat Implementasi IFRS. *Jurnal Berkala Ilmu Ekonomi*. 10(1), 49-61.
- Wang, G.Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Service Science and Management*. 3, 408–418.
- Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1989). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*. Vol. 65.No. 1.131-156.
- Weisbach, M.S. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*. 20. 431-460.
- Zabri, S.M., Ahmad, K., & Wah, K.K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance : Evidance from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*. 35, 287–296.