

## PENGARUH ARUS KAS BEBAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DIMEDIASI MANAJEMEN LABA

**Victor Aquino Harijanto**  
*Vastory10@gmail.com*  
**Titik Mildawati**

**Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya**

### ABSTRACT

*This research is aimed to test the influence of free cash flow to the earnings management, the influence of earnings management to the corporate value, and the influence of free cash flow to the corporate value, and also to find out whether the influence of free cash flow to the corporate value has mediated by the earnings management. The population of this research is all manufacturing companies of industrial sector of consumer goods which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2011-2014 periods. The sample collection has been done by using purposive sampling technique therefore 16 companies have been selected. The data analysis has been carried out by using simple linear regressions, multiple linear regressions and path analysis in order to detect the indirect influence through earnings management. Based on the result of the research, it can be concluded that free cash flow has negative influence to the earnings management, earnings management has positive influence to the corporate value, and free cash flow has positive influence to the corporate value, earnings management does not mediate the correlation of free cash flow to the corporate value because the direct influence is greater than indirect influence.*

*Keywords: free cash flow, earnings management, corporate value.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh arus kas bebas terhadap manajemen laba, pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan, dan pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan, serta untuk mengetahui apakah pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh manajemen laba. Populasi dalam penelitian ini berupa perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2011-2014. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* sehingga didapatkan sampel sejumlah 16 perusahaan. Analisis data yang digunakan adalah regresi linier sederhana, regresi linier berganda, dan *path analysis* untuk mendeteksi pengaruh tidak langsung melalui manajemen laba. Berdasarkan hasil penelitian disimpulkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap manajemen laba, manajemen laba berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, serta manajemen laba tidak memediasi hubungan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan karena pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung.

*Kata kunci: free cash flow, earnings management, corporate value.*

### PENDAHULUAN

Perusahaan atau manajer (*agent*) akan berusaha mengoptimalkan nilai perusahaan atau *corporate value* (CV) yang merupakan tujuan perusahaan yang dapat dicapai dengan melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan. Dalam hal ini satu keputusan keuangan akan memengaruhi keputusan keuangan lainnya, sehingga akan berdampak pada *corporate value*. Keputusan yang diambil perusahaan dapat berkaitan dengan arus kas bebas atau *free cash flow* (CF) berdasarkan Wright dan Ferris (dalam Hasnawati, 2005). Untuk mencapai tujuan tersebut, *shareholder* akan menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer. Dalam proses delegasi wewenang ini, sering dijumpai beberapa persoalan yang berhubungan dengan konflik di antara *manager* dengan *shareholder* (*agency conflict*) dimana *manager* berfungsi sebagai *agent* dan *shareholder* sebagai *principal*.

Berdasarkan Andini dan Wirawati (2014) faktor lain yang memengaruhi *corporate value* adalah *free cash flow*. *Free cash flow* dapat diartikan sebagai adanya dana berlebih yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham, namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen berdasarkan Arieska dan Gunawan, (2011). Berdasarkan Jensen (1986) terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidak cukupan internal dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi (*Agency Cost*) sebagai beban dari pemegang saham. *Free cash flow* yang tinggi pada perusahaan hanya dapat menjadi masalah ketika perusahaan memiliki sedikit kesempatan investasi. Kondisi seperti itu akan membuat manajer tertarik untuk menggunakan *free cash flow* yang tidak menguntungkan perusahaan berdasarkan Jensen (1988).

Berdasarkan beberapa studi (Szewczyk *et al.*, 1996; Chang *et al.*, 2007; Wang, 2010) menemukan bukti empiris untuk mendukung teori kesempatan investasi bahwa investor akan mendukung perusahaan yang memiliki substansial *free cash flow* dan kesempatan investasi yang menguntungkan di dalam valuasi saham.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, terdapat ketidak konsistenan hasil penelitian, maka penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali pengaruh *free cash flow* pada *corporate value* dengan mengoperasionalkan manajemen laba atau *earnings management* (DA) sebagai variabel intervening (mediasi). *Earnings mangement* dipilih sebagai variabel intervening karena diharapkan oleh manajemen dengan dilakukannya *earnings management* akan dapat meningkatkan *corporate value* pada saat tertentu, dan perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung akan terjadinya *earnings management*.

Tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja perusahaan, serta perubahan posisi keuangan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi berdasarkan IAI (2009). Salah satu elemen penting dalam laporan keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja manajemen adalah laba. Informasi laba merupakan perhatian utama untuk menaksir kinerja atau prestasi manajemen. Selain itu informasi laba juga digunakan oleh investor atau pihak lain yang berkepentingan sebagai indikator efisiensi penggunaan dana yang tertanam dalam perusahaan yang diwujudkan dalam tingkat pengembalian dan indikator untuk kenaikan kemakmuran. Diketahui dari faktor-faktor diatas dan beberapa faktor tertentu akan memotivasi manajer untuk melakukan *earnings management*.

Berdasarkan dari hasil penelitian oleh Herawaty (2008) yang menyatakan bahwa *earnings management* berpengaruh secara signifikan terhadap *corporate value*. Besarannya negatif dalam model regresi tanpa memasukkan variabel *corporate governance*, sebaliknya koefisien *earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value* dalam model regresi yang mempertimbangkan variabel praktek *corporate governance*. Berdasarkan hasil penelitian oleh Kono dan Yuyetta (2013) menyatakan *free cash flow* berpengaruh terhadap *earnings management* dengan koefisien negatif. Sedangkan berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Peni (2011) membuktikan bahwa surplus *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *earnings management*.

Maka selain dari *free cash flow* yang berpengaruh terhadap *corporate value*, *earnings management* juga berpengaruh terhadap *corporate value* dari hasil laporan keuangan yang disusun, dan dengan adanya *free cash flow* dapat memicu timbulnya *earnings management*.

Berdasarkan uraian di atas, maka rumusan masalah dari penelitian ini adalah: (1) Apakah *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *earnings management*? (2) Apakah *earnings management* mempunyai pengaruh terhadap *corporate value*? (3) Apakah *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *corporate value*? (4) Apakah *earnings management* sebagai variabel intervening mampu memediasi hubungan *free cash flow* terhadap *corporate value*?

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti apakah *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap terjadinya praktik *earnings management*, *earnings management* mempunyai pengaruh terhadap *corporate value*, dan *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *corporate value*, serta apakah *earnings management* sebagai variabel intervening mampu memediasi hubungan *free cash flow* terhadap *corporate value*. Informasi mengenai *free cash flow* yang mempengaruhi *corporate value*, diharapkan perusahaan dapat menentukan kebijakan-kebijakan sehubungan dengan

pemanfaatan atau pemakaian *free cash flow* untuk meningkatkan *corporate value* dan mengurangi praktik *earnings management*.

## TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

### **Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Berdasarkan Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan investor (*principal*). Berdasarkan Eisenhardt (dalam Agustia, 2013) *agency theory* dijelaskan oleh tiga asumsi sifat dasar manusia, yaitu: (1) Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*) (2) Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*) (3) Manusia selalu menghindari resiko (*risk adverse*).

Teori keagenan menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan akan berperilaku. Manajer dan investor memiliki kepentingan yang berbeda yang mengakibatkan terjadinya konflik keagenan (*agency conflict*). Investor mempunyai keinginan untuk memaksimalkan *return* atau dividen, sedangkan manajer mempunyai keinginan untuk mendapatkan kompensasi terbaik sehingga dapat menyebabkan manajer tidak sesuai dalam mengambil keputusan yang tepat untuk kepentingan investor apalagi jika manajer merupakan pihak oportunistis (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya kepentingan yang berbeda antara investor dan manajer yang menyebabkan muncul permasalahan keagenan (*agency problems*).

### **Teori Persinyalan (*Signaling Theory*)**

Teori persinyalan menjelaskan mengenai keharusan penyampaian sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen atas pengelolaan perusahaan kepada pihak eksternal perusahaan. Berdasarkan Wicaksana (2012) salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, yaitu dengan mengungkapkan informasi laporan keuangan kepada pemilih ataupun pihak yang berkepentingan lainnya. Sinyal atau isyarat adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:36).

### ***Corporate Value***

Berdasarkan Sujoko dan Soebiantoro (2007) *corporate value* adalah persepsi investor terhadap perusahaan *go public* yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat *corporate value* juga tinggi. Yang dimaksud dengan harga saham di sini adalah harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar berdasarkan Fakhruddin dan Hadianto (2001:316) atau tepatnya disebut dengan harga penutupan (*closing price*).

Salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q yang merupakan nilai rasio dan yang dikembangkan oleh Tobin (1967). Rasio Tobin's Q dinilai dapat memberikan informasi yang paling baik, karena dapat menjelaskan berbagai fenomena dalam kegiatan perusahaan seperti terjadinya perbedaan *crosssectional* dalam pengambilan keputusan investasi dan diversifikasi, hubungan antar kepemilikan saham manajemen dan *corporate value* berdasarkan Sukamulja (2004:1-25).

### ***Free Cash Flow***

*Free cash flow* menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Berdasarkan Jensen (1986) *free cash flow* merupakan aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada *cost of capital* yang relevan. Sedangkan berdasarkan Ross *et al.* (2008) *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

Perusahaan dengan *free cash flow* berlebih akan memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Fakta saat ini, tersedianya *free cash flow* yang

tinggi akan cenderung disalahgunakan penggunaannya oleh pihak manajemen untuk kepentingannya sendiri. Manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk memperluas perusahaan dengan berinvestasi meskipun menghasilkan *net present value* negatif.

### **Earnings Management**

*Earnings management* disebut juga dengan *creative accounting* berdasarkan Sulistiawan *et al.* (2011) didefinisikan berdasarkan Sciper (dalam Usadha dan Yasa, 2009:168) adalah sebagai suatu intervensi yang disengaja pada proses pelaporan eksternal dengan tujuan untuk memperoleh beberapa keuntungan pribadi, yang dapat dilakukan melalui pemilihan metode-metode akuntansi dalam GAAP ataupun dengan menerapkan metode-metode yang dipilih dengan cara tertentu.

Berdasarkan Scott (dalam Kusuma dan Sari, 2003:22) *earnings management* didefinisikan sebagai suatu pilihan kebijakan akuntansi oleh manajer yang dilakukan untuk mencapai tujuan yang spesifik. Berdasarkan Gumanti (2000) menyatakan bahwa *earnings management* tidak harus selalu dikaitkan dengan upaya untuk memanipulasi data atau informasi akuntansi, tetapi lebih dikaitkan dengan pemilihan metode akuntansi yang digunakan perusahaan untuk mengatur keuntungan yang bisa dilakukan.

### **Pengembangan Hipotesis**

#### **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Earnings Management**

Berdasarkan Li (dalam Richardson, 2005) menemukan bahwa kinerja operasi perusahaan dimasa yang akan datang adalah lebih rendah pada perusahaan yang melakukan pengeluaran investasi dan hubungan negatif ini semakin kuat ketika terdapat *free cash flow* yang berlimpah. Hasil penelitian oleh Peni (2011) membuktikan bahwa surplus *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *earnings management*. Namun, berbeda dengan hasil penelitian oleh Agustia (2013) *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *earnings management*. Begitu pula dengan hasil penelitian oleh Kono dan Yuyetta (2013) menyatakan *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *earnings management*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

**H<sub>1</sub> : Free cash flow berpengaruh positif terhadap earnings management.**

#### **Pengaruh Earnings Management Terhadap Corporate Value**

Ada kepercayaan umum di antara manajer bahwa pengguna eksternal atas laporan keuangan tidak secara penuh menyesuaikan pengaruh perbedaan kebijakan akuntansi antar perusahaan. Banyak manajer perusahaan tetap percaya bahwa pasar modal mengkapitalisasi laba dan perusahaan tidak mempunyai kekuasaan mempengaruhi pasar kecuali melalui laba yang akan dilaporkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, mungkin para manajer akan berupaya meningkatkan nilai saham perusahaan melalui teknik akuntansi yang dapat meningkatkan laba yang dilaporkan. Sebagai konsekuensinya, investor mungkin secara temporal dapat tertipu berkaitan dengan nilai fundamental perusahaan atau sebaliknya, strategi pengungkapan laba merupakan sarana penting bagi manajer untuk menyampaikan informasi yang dimilikinya mengenai perusahaan kepada pihak eksternal. Dengan demikian *earnings management* merupakan sinyal yang valid bagi informasi privat yang relevan untuk penilaian perusahaan. Berdasarkan penelitian oleh Herawaty (2008) menyatakan bahwa *earnings management* berpengaruh secara signifikan terhadap *corporate value*. Besarannya negatif dalam model regresi tanpa memasukkan variabel *corporate governance*, sebaliknya koefisien *earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value* dalam model regresi yang mempertimbangkan variabel praktek *corporate governance*. Berdasarkan Fernandes dan Ferreira (2007) yang menyatakan bahwa *earnings management* berpengaruh negatif terhadap *corporate value*. Berdasarkan penelitian oleh Pertiwi (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa variabel *earnings management* mempunyai pengaruh positif terhadap *corporate value*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

**H<sub>2</sub> : Earnings management berpengaruh positif terhadap corporate value.**

### **Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Corporate Value***

Berdasarkan Vogt dan Vu (2000) mengenai dampak besarnya tingkat *free cash flow* terhadap kinerja pasar jangka panjang perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang paling tinggi akan memiliki *return* yang lebih besar daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah. Namun, berdasarkan penelitian Dharmastuti dan Wirjolukito (2004) mengenai *free cash flow* yang dilakukan untuk menguji apakah harga saham dari suatu perusahaan, baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil, dipengaruhi oleh arus kas. Dari penelitian tersebut, diperoleh hasil bahwa arus kas dapat mempengaruhi harga saham secara negatif. Berdasarkan Chung *et al.* (2005) menemukan bahwa *free cash flow* yang berlebihan memiliki dampak negatif pada profitabilitas perusahaan dan valuasi saham dengan demikian menyarankan harus adanya pengawasan kepemilikan institusional. Namun, berdasarkan penelitian oleh Wang (2010) pada perusahaan *go public* di Taiwan, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Artinya, semakin tinggi *free cash flow* yang terdapat pada perusahaan, maka kinerja perusahaan akan semakin baik dan *corporate value* akan semakin baik pula. Berdasarkan penelitian lain oleh Gregory dan Wang (2010) di Inggris menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi menghasilkan *return* yang lebih baik daripada perusahaan dengan *free cash flow* rendah. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

**H<sub>3</sub> : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *corporate value*.**

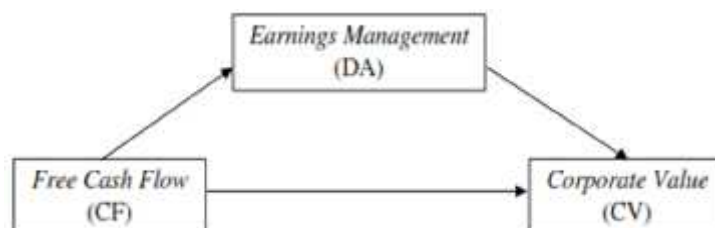
### **Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Corporate Value* Melalui *Earnings Management***

*Free cash flow* selain dapat mempengaruhi *corporate value*, *free cash flow* juga dapat memotivasi terjadinya *earnings management*. Berdasarkan Jensen (1986) menyatakan bahwa jika *free cash flow* dalam perusahaan tidak digunakan atau diinvestasikan untuk memaksimalkan atau menyeimbangkan bunga pemegang saham, maka hal ini akan memunculkan masalah keagenan. Dimana manajer akan memilih untuk berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Dampaknya perusahaan akan berada pada posisi pertumbuhan yang rendah. *Earnings management* juga memiliki pengaruh terhadap *corporate value*. Dengan tersedianya *free cash flow* dapat memotivasi terjadinya *earnings management*, walau *free cash flow* dapat mempengaruhi *corporate value* secara langsung tetapi dalam beberapa keadaan atau perusahaan dimana sebelum *free cash flow* mempengaruhi *corporate value*, *free cash flow* mendorong terjadinya *earnings management* oleh manajer untuk meningkatkan *corporate value* perusahaan yang turun atau rendah akibat penggunaan *free cash flow* oleh manajemen yang tidak menguntungkan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

**H<sub>4</sub> : *Earnings management* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *corporate value* sebagai variabel intervening.**

### **Model Penelitian**

Model penelitian dapat digambarkan dalam bentuk bagan pada gambar 1 sebagai berikut:



**Gambar 1**  
**Model Penelitian**

## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif berupa penelitian terhadap masalah-masalah yang berupa fakta saat ini dari suatu populasi dengan cara menganalisis data-data sekunder. Proses penelitian ini adalah pengujian dan pembuktian terhadap hipotesis yang diajukan secara statistik terhadap variabel-variabel yang diteliti. Penelitian ini meliputi analisis terhadap *free cash flow*, *earnings management*, dan *corporate value* pada populasi yang diteliti berupa perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI untuk periode pelaporan 2011-2014.

### Teknik Pengambilan Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapat sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Metode *purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan tertentu. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan kriteria sebagai berikut: (1) Semua perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2014 (2) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir 31 Desember selama periode pengamatan 2011-2014 (3) Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah (4) Perusahaan dengan arus kas operasi positif selama periode 2011-2014 (5) Perusahaan yang memperoleh laba selama periode 2011-2014.

### Teknik Pengumpulan Data

Dalam rangka untuk mendapat data dan informasi untuk penyusunan penelitian, teknik pengumpulan data dengan melalui sumber data sekunder yang berupa sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara dengan cara memanfaatkan laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi di Pojok Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya dari tahun 2011–2014 maupun dari *website* BEI, [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### Variabel dan Definisi Operasional Variabel

#### Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel terikat berupa *corporate value* (CV), variabel bebas berupa *free cash flow* (CF), dan variabel intervening berupa *earnings management* (DA).

#### Definisi Operasional Variabel

##### *Corporate Value*

*Corporate value* merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham berdasarkan Sujoko dan Soebiantoro (dalam Hardiyanti, 2012). *Corporate value* dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. *Coporate value* merupakan variabel terikat yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q yang disesuaikan dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia yang sejalan dengan penelitian oleh Darmawati *et al.* (2004). Rumus rasio Tobin's Q sebagai berikut:

$$\text{TOBIN} = (\text{MVE} + \text{DEBT}) / \text{TA}$$

$$\text{MVE} = P \times Q_{\text{shares}}$$

$$\text{DEBT} = (\text{CL} - \text{CA}) + \text{INV} + \text{LTL}$$

Keterangan:

MVE : Nilai pasar dari jumlah lembar saham beredar

DEBT : Nilai total kewajiban perusahaan

TA : Nilai buku dari total aktiva perusahaan

P : Harga saham penutupan akhir tahun

$Q_{\text{shares}}$  : Jumlah saham beredar akhir tahun

CL : Kewajiban jangka pendek

CA : Aktiva lancar

INV : Nilai buku persediaan

LTL : Kewajiban jangka panjang

Jika nilai Tobin's Q lebih besar dari 1, berarti nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar daripada aktiva perusahaan yang tercatat. Oleh karena itu, pasar akan menilai baik perusahaan yang memiliki nilai Tobin's Q yang tinggi. Sebaliknya, jika nilai Tobin's Q perusahaan lebih kecil dari 1 mengindikasikan bahwa biaya ganti aktiva lebih besar daripada nilai pasar perusahaan sehingga pasar akan menilai kurang perusahaan tersebut.

### **Free Cash Flow**

*Free cash flow* merupakan arus kas aktual yang dapat didistribusikan kepada investor, dan kreditur sesudah perusahaan melakukan semua investasi dan modal kerja yang diperlukan untuk menjaga keberlangsungan operasionalnya. Variabel ini dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2008), yaitu:

$$CF = OCF - (NCE + CWC)$$

$$OCF = EBIT + \text{Penyusutan} - \text{Pajak}$$

$$NCE = \text{Nilai Perolehan Aset Tetap Akhir Bersih} - \text{Nilai Perolehan Aset Tetap Awal Bersih} + \text{Penyusutan}$$

$$CWC = \text{Modal Kerja Akhir Tahun} - \text{Modal Kerja Awal Tahun}$$

$$\text{Modal Kerja} = \text{Aset Lancar} - \text{Liabilitas Lancar}$$

Keterangan:

*OCF* : *Operating Cash Flow*  
*EBIT* : *Earnings Before Interest and Tax*  
*NCE* : *Net Capital Expenditure*  
*CWC* : *Changes in Working Capital*

Penelitian ini menggunakan skala rasio untuk mengukur *free cash flow*, yaitu dengan cara *free cash flow* dibagi dengan total aset tahun tersebut. Dengan tujuan agar lebih *comparable* perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai sampel penelitian (Kangarluei dalam Agustia, 2013).

### **Earnings Management**

Berdasarkan Chan *et al.* (2006) mengartikan *earnings management* sebagai akrual yang terkandung dalam laba yang dilaporkan perusahaan, atau persistensi laba. *Earnings management* diproksikan dengan menggunakan rumus *discretionary accruals* (DA). Dengan menggunakan *Modified Jones Model*. Penggunaan *discretionary accruals* sebagai proksi dari *earnings management* dipilih karena merupakan pengembangan dari model Jones dengan menambah unsur perubahan pendapatan, dimana perubahan pendapatan pada periode berjalan merupakan objek manipulasi laba (Sulistiawan *et al.*, 2011:67). Model Jones 1991 tersebut dirumuskan sebagai berikut:

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

Nilai *total accrual* (TA) yang diestimasi dengan persamaan regresi linear berganda yang berbasis *Ordinary Least Square* (OLS) sebagai berikut:

$$TA_{it}/A_{it-1} = \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2(REV_{it}/A_{it-1}) + \beta_3(PPE_{it}/A_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

Dengan menggunakan koefisien regresi diatas nilai *non-discretionary accruals* (NDA) dapat dihitung dengan rumus:

$$NDA_{it} = \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2(REV_{it}/A_{it-1} - REC_{it}/A_{it-1}) + \beta_3(PPE_{it}/A_{it-1})$$

Selanjutnya *discretionary accrual* (DA) dapat dihitung sebagai berikut:

$$DA_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - NDA_{it}$$

Keterangan :

$TA_{it}$  : Total akrual perusahaan i pada tahun t  
 $NI_{it}$  : Laba bersih perusahaan i pada tahun t  
 $CFO_{it}$  : Aliran kas aktivitas operasi perusahaan i pada tahun t  
 $A_{it-1}$  : Total aset perusahaan i pada tahun t-1  
 $REV_{it}$  : Perubahan pendapatan perusahaan i dari tahun t-1 ke tahun t  
 $REC_{it}$  : Perubahan piutang perusahaan i dari tahun t-1 ke tahun t  
 $PPE_{it}$  : Aset tetap (*property, plant, equipment*) perusahaan i tahun t  
 $DA_{it}$  : *Discretionary accruals* perusahaan i pada tahun ke t

$NDA_{it}$  : *Non discretionary accruals* perusahaan  $i$  pada tahun ke  $t$   
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  : Koefisien regresi  
 $\epsilon_{it}$  : *Error term* perusahaan  $i$  pada tahun  $t$

## Teknik Analisis Data

### Analisis Statistik Deskriptif

Analisis ini disajikan dengan menggunakan tabel *statistic descriptive* yang memaparkan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (*standard deviation*).

### Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel terikat, variabel bebas, atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah mempunyai distribusi data normal atau mendekati normal berdasarkan Santoso (2009). Berdasarkan Santoso (2009) untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dan grafik, dan dasar pengambilan keputusan adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas. Namun, pengujian menggunakan analisis grafik *normal probability plot* dapat memberikan hasil yang subyektif sehingga pengujian dilakukan juga dengan menggunakan uji statistik dengan *Kolmogorov-Smirnov (1-Sample KS)* terhadap masing-masing variabel bebas. Variabel dikatakan terdistribusi normal jika nilai signifikansi residual lebih besar dari 0,05.

Uji multikolinearitas, berdasarkan Ghazali (2006) uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Berdasarkan Santoso (2009) model regresi bebas dari multikolinearitas adalah yang: (1) mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1 (2) mempunyai angka TOLERANCE mendekati 1.

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Berdasarkan Santoso (2009), untuk mendeteksi adanya autokorelasi bisa dilihat pada tabel D-W (*Durbin-Watson*) dengan ketentuan: (1) angka D-W di bawah  $-2$  berarti ada autokorelasi positif (2) Angka D-W di antara  $-2$  sampai  $+2$ , berarti tidak ada autokorelasi (3) Angka D-W di atas  $+2$  berarti ada autokorelasi negatif.

Uji heteroskedastisitas, berdasarkan Ghazali (2006) bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara *SRESID* dan *ZPRED* dengan sumbu  $y$  adalah  $y$  telah diprediksi, dan sumbu  $X$  adalah residual ( $Y$  prediksi  $- Y$  sesungguhnya) yang telah di *studentized*, dan dasar analisisnya: (1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas (2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik yang menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu  $Y$ , maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Analisis Regresi Linier

Teknik analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian ini adalah analisis regresi linier sederhana (*Simple Linear Regression*) untuk model 1, dan analisis regresi linier berganda (*Multiple Linear Regression*) untuk model 2. Bentuk persamaan dari regresi linier berganda ini adalah:

$$DA = \beta_0 + \beta_1 CF + \epsilon_1 \quad (1)$$

$$CV = \beta_0 + \beta_1' CF + \beta_2 DA + \epsilon_2 \quad (2)$$

Keterangan:

CF : *Free cash flow*

DA : *Earnings management* diproksi *discretionary accruals*

CV : *Corporate value*

$\beta_0$  : Konstanta (*intercept*)

$\beta_1, \beta_1', \beta_2$  : Koefisien regresi variabel bebas



$\epsilon_1, \epsilon_2$  : Variabel pengganggu

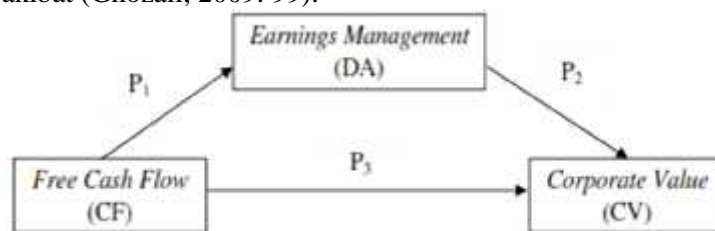
### Uji Hipotesis

Uji Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel terikat (Ghozali, 2006).

Uji F digunakan untuk melihat signifikansi model yang digunakan dalam penelitian berdasarkan Ferdinand (2006:64). Jika  $Sig > ( ) 0,05$ , maka model regresi yang dihasilkan tidak baik (tidak layak) untuk digunakan pada analisis selanjutnya. Jika  $Sig < ( ) 0,05$ , maka model regresi yang dihasilkan baik (layak) dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

Uji t atau uji parsial pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menerangkan variabel terikat berdasarkan Ghozali (2006).  $H_0$  diterima apabila  $t > 0,05$  (5%).  $H_0$  ditolak apabila  $t < 0,05$  (5%).

*Path Analysis*, Analisa jalur bertujuan untuk menerangkan akibat langsung dan tak langsung seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat (Ghozali, 2009: 99).



**Gambar 2**  
**Model Analisis Jalur**

Dari model analisa jalur dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan, sebagai berikut:

$$DA = \beta_1 CF + \epsilon_1 \quad (1)$$

$$CV = \beta_1' CF + \beta_2 DA + \epsilon_2 \quad (2)$$

Keterangan

CF : *Free cash flow*

DA : *Earnings management diproksi discretionary accruals*

CV : *Corporate value*

$\beta_1, \beta_1', \beta_2$  : Koefisien regresi variabel bebas

$\epsilon_1, \epsilon_2$  : Variabel pengganggu

Total Pengaruh *free cash flow* =  $\beta_3 + \beta_1 \times \beta_2$

- Pengaruh langsung =  $\beta_3$

- Pengaruh tidak langsung =  $\beta_1 \times \beta_2$

Pengaruh total =  $\beta_3 + \beta_1 \times \beta_2$

Jika  $\beta_1'$  bernilai sama dengan 0 maka *earnings management* mengintervening penuh hubungan *free cash flow* ke *corporate value*. Dan jika tidak sama dengan 0 maka *earnings management* mengintervening sebagian atau parsial hubungan *free cash flow* ke *corporate value*.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan hasil analisis statistik deskriptif variabel-variabel penelitian ini.

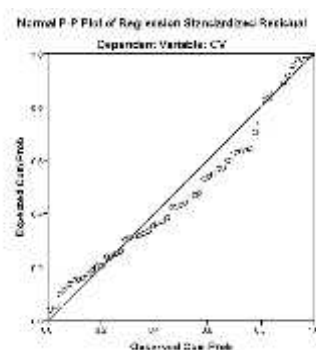
**Tabel 1**  
**Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CV	57	,465	9,003	2,74796	1,934218
DA	57	-1,0566804	1,9114903	,183404928	,6846436305
CF	57	-,158	,405	,05893	,097620

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 1, dapat diketahui bahwa *corporate value* yang diproksikan dengan rasio Tobin'Q pada tahun 2011-2014 berkisar antara 0,465 sampai dengan 9,003 dengan rata-rata 2,74796 dan standar deviasi 1,934218. *Free cash flow* pada tahun 2011-2014 menunjukkan nilai rata-rata 0,05893 dan standar deviasi sebesar 0,097620. Nilai terendah *free cash flow* pada tahun 2011-2014 adalah sebesar -0,158 dan nilai tertinggi adalah sebesar 0,405. *Earnings management* yang diproksikan dengan *discretionary accruals* (DA) menunjukkan nilai terendah sebesar -1,0566804 dan nilai tertinggi adalah sebesar 1,9114903 dengan nilai rata-rata sebesar 1,83404928 dan standar deviasi sebesar 0,6846436305.

### Uji Asumsi Klasik Uji Normalitas



**Gambar 3**  
**Grafik P-Plots**

Sumber: Data Sekunder yang diolah

Berdasarkan gambar 3 di atas dapat dilihat data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini terdistribusi secara normal.

Cara kedua dengan uji 1-Sample KS, dapat dilihat pada tabel 2. Hasil data pengamatan dalam penelitian ini telah teruji terdistribusi normal, hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,314. Karena nilai signifikansi di atas 0,05 maka dapat dikatakan nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

**Tabel 2**  
**Uji Kolmogorov-Smirnov (K-S)**

		Standardized Residual
N		57
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	0E-7
	Std. Deviation	,98198051
Most Extreme Differences	Absolute	,127
	Positive	,127
	Negative	-,060
Kolmogorov-Smirnov Z		,961
Asymp. Sig. (2-tailed)		,314

Sumber: Data sekunder yang diolah

### Uji Multikolinearitas

**Tabel 3**  
**Uji Multikolinearitas**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DA	,816	1,226
	CF	,816	1,226

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 3 di atas, variabel bebas yang ada memiliki nilai TOL mendekati angka 1 dan VIF disekitar angka 1 sehingga dapat disimpulkan bahwa antar variabel bebas tidak terjadi multikolinieritas.

### Uji Autokorelasi

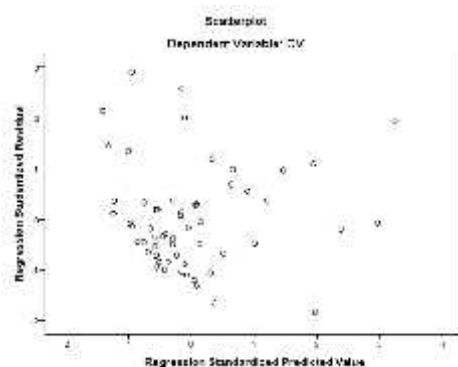
**Tabel 4**  
**Uji Autokorelasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,564 <sup>a</sup>	,318	,293	1,626350	1,295

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 4 di atas, diketahui bahwa model regresi yang terbentuk tidak terjadi autokorelasi karena angka Durbin Watso di antara -2 sampai +2 atau -2 DW +2 yaitu 1,295.

### Uji Heterokedastisitas



**Gambar 4**  
**Grafik Scatterplot**

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa titik-titik data menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Analisis Regresi Linier

Hasil analisis regresi linier sederhana dan uji t model 1 disajikan pada tabel 5 berikut:

Tabel 5

Regresi Sederhana dan Uji t model 1						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	,361	,097		3,730	,000
	CF	-3,012	,854	-,429	-3,527	,001

a. Dependent Variable: DA

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel 5 di atas, diperoleh model persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$DA = 0,361 - 3,012 CF + \epsilon_1$$

Hasil analisis regresi linier berganda dan uji t model 2 disajikan pada tabel 6 berikut:

Tabel 6

Regresi Berganda dan Uji t model 2						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	1,854	,282		6,566	,000
	CF	12,310	2,465	,621	4,993	,000
	DA	,920	,352	,326	2,618	,011

a. Dependent Variable: CV

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel 6 di atas, diperoleh model persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$CV = 1,854 + 12,310 CF + 0,920 DA + \epsilon_2$$

### Uji Hipotesis

#### Pengujian Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Tabel 7 berikut menunjukkan hasil uji koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) untuk model 1:

Tabel 7

Uji Koefisien Determinasi (R <sup>2</sup> ) model 1				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,429 <sup>a</sup>	,184	,170	,6238779410

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 7 diketahui bahwa koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) atau *R square* adalah sebesar 0,184 atau 18,4%. Hal ini berarti bahwa 18,4% variasi *earnings management* dapat dijelaskan oleh *free cash flow* sedangkan sisanya sebesar 81,6% dipengaruhi variabel lain diluar penelitian ini.

Tabel 8 berikut menunjukkan hasil uji koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) untuk model 2:

Tabel 8

Uji Koefisien Determinasi (R <sup>2</sup> ) model 2				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,564 <sup>a</sup>	,318	,293	1,626350

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 8 diketahui bahwa koefisien determinasi ( $R^2$ ) atau *adjusted R square* adalah sebesar 0,293 atau 29,3%. Hal ini berarti bahwa pengaruh *free cash flow* dan *earnings management* sama dengan 29,3% untuk dapat menjelaskan variasi *corporate value* sedangkan sisanya sebesar 70,7% dipengaruhi variabel lain diluar penelitian ini.

### Uji Kelayakan Model (Uji F)

Tabel 9 berikut ini menunjukkan hasil SPSS 20 untuk uji F model 1:

**Tabel 9**  
**Uji F model 1**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	4,842	1	4,842	12,440	,001 <sup>b</sup>
	Residual	21,407	55	,389		
	Total	26,249	56			

a. Dependent Variable: DA

b. Predictors: (Constant), CF

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel 9 di atas, diketahui hasil F menunjukkan nilai sebesar 12,440 dan nilai sig < 0,05 yaitu 0,001 sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian layak untuk digunakan sebagai model regresi dan juga dapat digunakan untuk memprediksi *earnings management* (DA).

Tabel 10 berikut ini menunjukkan hasil SPSS 20 untuk uji F model 2:

**Tabel 10**  
**Uji F model 2**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	66,677	2	33,338	12,604	,000 <sup>b</sup>
	Residual	142,831	54	2,645		
	Total	209,507	56			

a. Dependent Variable: CV

b. Predictors: (Constant), DA, CF

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel 10 di atas, diketahui hasil F menunjukkan nilai sebesar 12,604 dan nilai sig < 0,05 yaitu 0,000 sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian layak untuk digunakan sebagai model regresi dan juga dapat digunakan untuk memprediksi *corporate value* (CV).

### Pengujian Secara Parsial (Uji t)

Hasil uji t pada model 1 dapat dilihat pada tabel 5, diperoleh hasil pengujian hipotesis 1 mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *earnings management* menunjukkan nilai t sebesar -3,527 dengan signifikansi 0,001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *earnings management*. Oleh karena itu, hipotesis 1 yang menyatakan “*free cash flow* berpengaruh positif terhadap *earnings management*” ditolak.

Hasil uji t pada model 2 dapat dilihat pada tabel 6, dari tabel tersebut diperoleh hasil sebagai berikut: (1) Hasil pengujian hipotesis 2 mengenai pengaruh *earnings management* terhadap *corporate value* menunjukkan nilai t sebesar 2,618 dengan signifikansi 0,011. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka *earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value*. Oleh karena itu, hipotesis 2 yang menyatakan “*earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value*” diterima. (2) Hasil pengujian hipotesis 3 mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *corporate value* menunjukkan nilai t sebesar 4,993 dengan signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *corporate value*. Oleh karena itu, hipotesis 3 yang menyatakan “*free cash flow* berpengaruh positif terhadap *corporate value*” diterima.

### Path Analysis

Berdasarkan hasil pengujian melalui program SPSS 20 yang disajikan dalam tabel 11 sebagai berikut:

**Tabel 11**  
**Hasil Analisis Jalur (*Path Analysis*)**

Variabel	Nilai Standardized Beta	Sig.	Keterangan
CF CV ( $P_3$ )	0,621	0,000	Signifikan
CF DA ( $P_1$ )	-0,429	0,001	Signifikan
DA CV ( $P_2$ )	0,326	0,011	Signifikan

Sumber: Data sekunder yang diolah

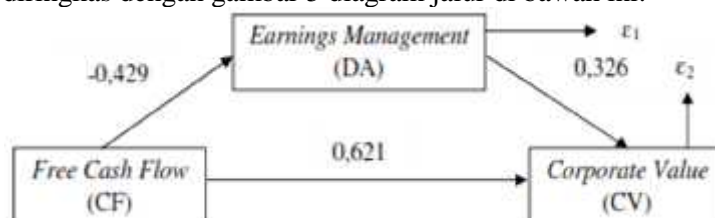
Dari tabel 11 di atas menunjukkan pengaruh langsung *free cash flow* (CF) terhadap *corporate value* (CV) dan besar pengaruh tidak langsungnya melalui *earnings management* (DA) pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014.

Atas dasar hasil *path analysis* seperti yang diuraikan di atas, diperoleh dua substruktural untuk menguji hipotesis keempat ( $H_4$ ), adapun persamaan substruktural tersebut yaitu sebagai berikut:

$$DA = -0,429 CF + \epsilon_1 \quad (1)$$

$$CV = 0,621 CF + 0,326 DA + \epsilon_2 \quad (2)$$

Hasil tersebut dapat diringkas dengan gambar 5 diagram jalur di bawah ini:



**Gambar 5**  
**Diagram Jalur**

Sumber: Data Sekunder yang diolah

Hasil *path analysis* pada tabel 11 menunjukkan bahwa koefisien pengaruh langsung antara *free cash flow* terhadap *corporate value* adalah sebesar 0,621. Sedangkan koefisien pengaruh tidak langsung *free cash flow* terhadap *corporate value* adalah sebesar  $-0,429 \times 0,326 = -0,139854$ . Berdasarkan hasil tersebut, didapatkan nilai koefisien pengaruh tidak langsung sebesar  $-0,139854$ , sedangkan nilai koefisien pengaruh langsung sebesar 0,621. Hal ini mengakibatkan pengaruh langsung akan memberikan efek yang lebih besar ( $P_3 > P_1 \times P_2$ ), sehingga *earnings management* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *corporate value*. Oleh karena itu, hipotesis 4 yang menyatakan “*earnings management* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *corporate value* sebagai variabel intervening” ditolak.

## Pembahasan

### Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Earnings Management*

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap *earnings management*. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Agustia (2013) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *earnings management*. Begitu pula dengan hasil penelitian oleh Kono dan Yuyetta (2013) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *earnings management*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh *free cash flow* ke arah negatif terhadap *earnings management*. Berdasarkan White *et al.* (2003: 68) semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan deviden. Dapat diartikan juga semakin kecil *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tersebut dapat dikategorikan sebagai perusahaan yang tidak sehat dan dapat terindikasi mengalami konflik keagenan yang lebih besar.

Hasil *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap *earnings management* dikarenakan *free cash flow* merupakan determinan penting dalam penentuan *corporate value*. Perusahaan yang

memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung tidak melakukan *earnings management* dikarenakan investor lebih terfokus pada informasi *free cash flow* sebagai sinyal yang menunjukkan kemampuan perusahaan membagikan dividen, sehingga manajer akan lebih terfokus pada usaha untuk meningkatkan *free cash flow*.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kangarluei *et al.* (2011) yang menyatakan bahwa besar kecilnya nilai *free cash flow* suatu perusahaan tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kemungkinan terjadinya *earnings management*, dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Peni (2011) dalam hal yang membuktikan bahwa surplus *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *earnings management*.

### **Pengaruh Earnings Management Terhadap Corporate Value**

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa *earnings management* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Herawaty (2008) yang menyatakan bahwa *earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value* jika mempertimbangkan variabel *corporate governance*, dan penelitian oleh Pertiwi (2010) yang menyatakan bahwa variabel *earnings management* mempunyai pengaruh positif terhadap *corporate value*.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fernandes dan Ferreira (2007) yang menyatakan bahwa *earnings management* berpengaruh negatif terhadap *corporate value*, dan penelitian yang dilakukan oleh Herawaty (2008) yang menyatakan bahwa *earnings management* berpengaruh secara negatif signifikan terhadap *corporate value* dalam model regresi tanpa memasukkan variabel *corporate governance*.

*Earnings management* merupakan suatu tindakan mengatur laba sesuai yang dikehendaki oleh pihak tertentu, atau terutama oleh manajemen perusahaan. *Earnings management* ini bertujuan untuk memperlihatkan kepada pemilik bahwa kinerja perusahaan yang terus membaik, yang nantinya akan berpengaruh kepada harga saham, kemudian *corporate value*. Semakin besar *earnings management* yang dilakukan akan semakin meningkatkan *corporate value*, hal ini dikarenakan harga pasar saham suatu perusahaan secara signifikan dipengaruhi oleh laba, risiko, dan spekulasi maka perusahaan yang labanya selalu mengalami kenaikan dari periode ke periode secara konsisten akan mengakibatkan risiko perusahaan ini mengalami penurunan lebih besar dibandingkan presentase kenaikan laba sehingga alasan mendasar mengapa manajer perusahaan melakukan *earnings management* adalah untuk meningkatkan *corporate value* dengan menstabilkan laba atau *income smoothing*.

Dari hasil penelitian ini bisa ditarik kesimpulan bahwa *earnings management* yang dilakukan bukan untuk menaikkan laba atau *Income maximization* yang dapat diartikan sebagai peningkatan kinerja oleh manajemen sehingga manajer bisa mendapatkan kompensasi atau bonus. Hal tersebut dapat dihubungkan dari hasil pengaruh *free cash flow* terhadap *earnings management* yang negatif, disini manajer tidak menggunakan *free cash flow* untuk investasi agar kinerja perusahaan meningkat dan mendapatkan kompensasi dan bonus tetapi terfokus untuk meningkatkan *free cash flow* dan penstabilan laba sebagai tindakan meningkatkan harga saham.

### **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Corporate Value**

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Vogt dan Vu (2000), Wang (2010) pada perusahaan *go public* di Taiwan, dan Gregory dan Wang (2010) di Inggris yang menyatakan perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi akan memiliki *corporate value* yang lebih tinggi dari besarnya *return*, dan kinerja perusahaan daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah.

*Free cash flow* mencerminkan kas yang tersedia dan tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin tinggi *corporate value*, demikian juga sebaliknya. Oleh karena itu, manajer akan meningkatkan *free cash flow* dalam upaya untuk meningkatkan *corporate value*. Selain itu, *free cash flow* harus dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen jika

perusahaan ingin memaksimalkan *corporate value*-nya, karena hal tersebut akan dianggap sebagai sinyal positif bagi para investor.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dharmastuti dan Wirjolukito (2004) yang menyatakan bahwa *free cash flow* mempengaruhi harga saham secara negatif. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chung *et al.* (2005) yang menemukan bahwa *free cash flow* yang berlebihan memiliki dampak negatif pada profitabilitas perusahaan dan valuasi saham dan dengan demikian menyarankan harus adanya pengawasan kepemilikan institusional.

### **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Corporate Value Melalui Earnings Management**

Berdasarkan hasil *path analysis*, *earnings management* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *corporate value*. Fakta saat ini mengindikasikan tersedianya *free cash flow* yang tinggi akan cenderung disalahgunakan penggunaannya oleh pihak manajemen untuk kepentingannya sendiri. Manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk memperluas perusahaan dengan berinvestasi meskipun menghasilkan *net present value* negatif. Hasil penelitian ini berbeda dengan pernyataan tersebut dikarenakan *free cash flow* merupakan determinan penting dalam penentuan *corporate value*. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung tidak melakukan *earnings management* karena investor lebih terfokus pada informasi *free cash flow* sebagai sinyal yang menunjukkan kemampuan perusahaan membagikan dividen, sehingga manajer akan lebih terfokus pada usaha untuk meningkatkan *free cash flow* dan tidak termotivasi untuk melakukan *earnings management* karena *free cash flow* memiliki pengaruh yang lebih besar untuk meningkatkan *corporate value* daripada dengan melakukan *earnings management*.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Berdasarkan hasil penelitian, dapat ditarik simpulan sebagai berikut: (1) *Free cash flow* berpengaruh signifikan tetapi berpengaruh negatif terhadap *earnings management*, hal ini disebabkan karena perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung tidak melakukan *earnings management* dikarenakan investor lebih terfokus pada informasi *free cash flow* sebagai sinyal yang menunjukkan kemampuan perusahaan membagikan dividen, sehingga manajer akan lebih terfokus pada usaha untuk meningkatkan *free cash flow*. (2) *Earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value*, hal ini disebabkan karena *earnings management* yang dilakukan dengan penstabilan laba akan meningkatkan penilaian harga pasar saham suatu perusahaan oleh investor dan pemilik sehingga *corporate value* juga meningkat. (3) *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *corporate value*, hal ini disebabkan karena dengan tersedianya *free cash flow* dalam suatu perusahaan, perusahaan tersebut dapat menggunakannya untuk membayar hutang, memperluas usaha, dan membagikan dividen sehingga *free cash flow* yang tinggi dianggap sebagai sinyal positif bagi para investor. (4) *Earnings management* tidak memediasi hubungan *free cash flow* terhadap *corporate value*. Karena dengan tersedianya *free cash flow* akan mengurangi praktek *earnings management* sehingga *free cash flow* memiliki pengaruh yang lebih besar untuk meningkatkan *corporate value* secara langsung daripada melalui *earnings management*.

### **Saran**

Adanya keterbatasan dalam penelitian ini, untuk penelitian selanjutnya sebaiknya: (1) Memperluas obyek penelitian seperti seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta memperpanjang periode pengamatan. Jumlah sampel lebih besar akan dapat menggeneralisasi semua jenis industri. (2) Mengubah variabel *earnings management* sebagai variabel intervening menjadi variabel moderasi. (3) Dan menambah variabel kebijakan hutang, dan kebijakan dividen yang berpengaruh terhadap *corporate value* yang berhubungan dengan *free cash flow*.

## **DAFTAR PUSTAKA**



- Agustia, D. 2013. Pengaruh Faktor Good Corporate Governance, Free Cash flow, dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 15 (1): 27-42.
- Andini, N. W. L., dan N. G. P. Wirawati. 2014. Pengaruh *Cash Flow* pada Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada Nilai Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 7 (1): 107-121.
- Arieska, Metha, dan Barbara Gunawan. 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*. Vol. 13 (1): 13-23.
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Erlangga. Jakarta
- Chan, K., L.K.C. Chan, N. Jegadeesh, dan J. Lakonishok. 2006. Earnings Quality and Accrual Misspricing. *Journal of Business*. 79 (3): 1041-1082.
- Chang, S.C., S.S. Chen, A. Hsing, dan C. W. Huang. 2007. Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 28 (4): 123-145.
- Chung, R., M. Firth, dan J. B. Kim. 2005. FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring. *Journal Corporate Ownership and Control*. 2 (4): 51-61.
- Darmawati, D., R. G. Rahayu, dan Khomsiyah. 2004. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII Denpasar Bali*.
- Dharmastuti, F., dan A. Wirjolukito. 2004. Analisis Pengaruh Faktor-Faktor Keuangan terhadap Harga Saham Perusahaan Go Public di BEI. *Jurnal Manajemen Fakultas Ekonomi Atmajaya*. 1 (1): 44-61.
- Fakhrudin, M., dan M. S. Hadianto. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Ferdinand, A. 2006. *Metode Penelitian Manajemen*. Edisi 2. BP Universitas Diponegoro. Semarang.
- Fernandes, N., dan Ferreira, M. A. 2007. The Evolution of Earnings Management and Firm Valuation: A Cross-Country Analysis. *Working Paper*. <http://papers.ssrn.com>. Diakses tanggal 22 Oktober 2007.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program IBM SPSS 19*. BP Undip. Semarang.
- \_\_\_\_\_, I. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi ketiga. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gregory, A., dan Y. Wang. 2010. Cash Acquirers: Free Cash Flow, Shareholder Monitoring, and Shareholder Returns. *Discussion Paper No: 10/07*, University of Exeter. United Kingdom.
- Gumanti, T.A. 2000. *Earnings Management: Suatu Telaah Pustaka*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 2, (2): 104-115.
- Hardiyanti, N. 2012. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Leverage, Profitabilitas, Firm Size dan Dividend Payout Ratio Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. S1 Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Deviden terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Usahawan*. No.09/Th XXXIX. Jakarta.
- Herawaty, V. 2008. Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*. Vol. 10, (2).
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. *Standar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.

- Jensen, M. C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*. 76: 232-329.
- \_\_\_\_\_, M. C. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*. 2 (1): 21-48.
- \_\_\_\_\_, M. C., dan Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (4): 305-360.
- Kangarluei, S. J., M. Morteza, dan A. Taher. 2011. The Investigation And Comparison of Free Cash Flows In The Firms Listed In Tehran Stock Exchange (TSE) With An Emphasis on Earnings Management. *Int. Journal of Economics and Business Modeling*. 2 (2): 118-1123.
- Kono, F. D. P., dan E. N. A. Yuyetta. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Ukuran KAP, Spesialisasi Industri KAP, Audit Tenur, dan Independensi Auditor terhadap Manajemen Laba. *Diponegoro Journal of Accounting* 2 (3): 1-9.
- Kusuma, H., dan W.A. U. Sari. 2003. Manajemen Laba oleh perusahaan Pengakuisisi Sebelum Marger dan Akuisisi di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia Vol. 7*, (1): 21-36.
- Peni, D. T. T. 2011. Pengaruh Surplus Arus Kas Bebas, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Praktik Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Pertiwi, D. A. 2010. Analisis Pengaruh *Earning Management* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Peranan Praktik *Corporate Governance* Sebagai *Moderating Variable* Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2008. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Richardson, S. 2005. Over-Investment of Free Cash Flow. *Review Accounting Study* 11:159-189.
- Ross, R. W. W., dan B. D. Jordan. 2008. *Corporate Finance* Fundamentals. McGraw-Hill. New York. Terjemahan A. A. Yulianto, R. Yuniasih, dan Christine. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Edisi kedelapan. Salemba Empat. Jakarta.
- Santoso, S. 2009. *Panduan Lengkap Menguasai Statistik Dengan SPSS*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9, (1): 41-48.
- Sukamulja dan Sukmawati. 2004. Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 8, (1): 1-25.
- Sulistiawan, D., Y. Januarsi, dan L. Alvia. 2011. *Creative Accounting: Mengungkap Manajemen Laba dan Skandal Akuntansi*. Salemba Empat. Jakarta.
- Szewczyk, S. H., G. P. Tsetsekos, dan Z. Zantout. 1996. The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. *Journal Financial Management*. 25 (1): 105-110.
- Tobin, J. 1967. Tobin's Q Ratio as An Indicator of The Valuation of The Company. *Journal of Financial Economics* 53 (1): 287-298.
- Usadha, I. P. A., dan G. W. Yasa. 2009. Analisis Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan Perusahaan Pengakuisisian Sebelum dan Sesudah Marger dan Akuisisi. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 4, (2): 165-177.
- Vogt, S. C., dan Joseph D. V. 2000. Free Cash Flow and Long-Run Firm Value: Evidence From The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*. 12 (2): 188.

Wang, G. Y. 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*. Vol. 3: 408-418.

White, G. I., Sondhi, A. C., dan Dov, F. 2003. *The Analysis and Use Of Financial Statements*. John Wiley and Sons, Inc. New York

Wicaksana, I. G. A. 2012. Pengaruh Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, dan Return on Asset terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pascasarjana Universitas Udayana. Denpasar.