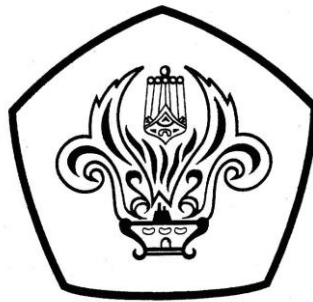


PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITIES SET, BOARD INDEPENDENCE* DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN *EARNING MANAGEMENT* SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*: STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010 – 2015



**UNIVERSITAS TARUMANAGARA
FAKULTAS EKONOMI
JAKARTA**

DIAJUKAN OLEH:

NAMA : PETER EKA SAPUTRA

NIM : 127141010

UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT

GUNA MENCAPAI GELAR

MAGISTER AKUNTANSI

2017

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur Penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa karena oleh kasih dan karunia yang melimpah maka tesis ini dapat diselesaikan dengan baik dan tepat waktu.

Tesis ini dengan judul "Pengaruh *Investment Opportunity Set*, *Board Independence*, dan *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan dengan *Earning Management* sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010 – 2015” ditulis untuk memenuhi salah satu persyaratan akademis untuk meraih gelar Magister Akuntansi dari Universitas Tarumanagara

Peneliti menyadari sepenuhnya bahwa tanpa bimbingan, bantuan, dan doa dari semua pihak, tesis ini tidak akan pernah bisa selesai tepat waktu. Oleh karena itu, peneliti ingin mendedikasikan halaman ini untuk memberikan rasa terima kasih terbesar khususnya kepada orang-orang berikut yang telah membantu peneliti dalam penulisan tesis ini:

- 1) Bapak Prof. Dr. Agustinus Purna Irawan, selaku Rektor Universitas Tarumanagara yang telah memberikan saya kesempatan untuk menempuh program Magister Akuntansi di Universitas Tarumanagara.
- 2) Dr. Sawidji Widoatmodjo, SE, M.M., MBA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara telah memberikan saya kesempatan

untuk menempuh program Magister Akuntansi di Universitas Tarumanagara.

- 3) Bapak Herman Ruslim, Dr., SE., M.M., Ak., selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi Universitas Tarumanagara, yang disela-sela kesibukannya bersedia membantu, memberikan petunjuk, dan mendukung saya saya dalam pengerjaan tesis ini.
- 4) Bapak Ignatius Roni Setyawan, Dr., S.E., M.M., selaku Ketua Jurusan Manajemen dan Dosen Pembimbing Tesis Peneliti yang telah memberikan banyak saran dan masukan serta dorongan kepada Penulis sepanjang penulisan tesis ini.
- 5) Bapak Dr. Jonathan Sarwono selaku dosen statistik pada program studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara yang telah bersedia meluangkan waktu dan tenaga dalam memberikan bimbingan dan pengarahan bagi penulis.
- 6) Semua Dosen dan Staff Pengajar pada program studi Magister Akuntansi Universitas Tarumanagara yang telah memberikan Peneliti ilmu-ilmu yang berguna saat belajar di Universitas Tarumanagara dan menjadikan Peneliti sebagai dirinya saat ini.
- 7) Kedua orang tua dan keluarga: Papa, Mama, Petrick Dwi Saputra, dan Petrina Saputri, dan seluruh keluarga besar yang telah memberikan dorongan, doa, dan cinta untuk Peneliti agar bisa terus berlanjut selama periode ini.

- 8) Meidi Sugita, sebagai pendamping Penulis yang tidak pernah berhenti untuk selalu memberikan doa, waktu, dorongan, semangat, dan cinta untuk Peneliti agar bisa menyelesaikan tesis ini dengan baik dan tepat waktu.
- 9) Semua teman dari kelas Magister Akuntansi tahun 2014, yang telah belajar bersama selama perkuliahan Magister Akuntansi. Terima kasih atas kebersamaannya.
- 10) Seluruh pihak yang terlibat dalam penulisan tesis ini yang namanya tidak dapat disebutkan satu-persatu.

Peneliti sangat menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari kata sempurna. Maka dari itu, Peneliti menyambut baik kritik dan saran konstruktif dari pembaca untuk kepentingan semua orang. Semoga tesis ini bisa memberi manfaat bagi semua pembaca dan semua pihak yang menjadikan tesis ini sebagai dasar informasi untuk penulisan lebih lanjut, juga serta sebagai bahan bacaan dan masukan bagi pihak yang membutuhkan untuk menambah wawasan serta pengetahuan.

Jakarta, 29 Juli 2017

Peter Eka Saputra

UNIVERSITAS TARUMANAGARA
FAKULTAS EKONOMI
JAKARTA

ABSTRAK

Pengaruh *Investment Opportunities Set*, *Board Independence*, *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan dengan *earning management* sebagai variabel *intervening*: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010 – 2015.

Tujuan penelitian ini adalah meneliti pengaruh *investment opportunities set*, *board independence*, dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan *earning management* sebagai variabel *intervening* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 – 2015. Sampel yang digunakan berjumlah 43 perusahaan dengan jangka waktu 6 tahun dan metode pengujian hipotesis yang digunakan adalah regresi linear berganda yang dilanjutkan dengan menggunakan *path analysis* melalui software SPSS 23. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunities set* dan *free cash flow* secara parsial berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan sedangkan secara tidak langsung hanya variabel *investment opportunities set* dan *board independence* yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui *earning management*. *Investment opportunities set*, *board independence*, *free cash flow* dan *earning management* secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan *Adjusted R-Squared* 55,3%.

The research objective was to examine the influence of investment opportunity 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 in the period 2010 to 2015. This study used a sample of 43 companies with 6 years time period and the methods of analysis is multiple regression model with further done with path analysis using SPSS 23. These results indicate that investment opportunity and free cash flow have a significant direct effect on the value of the firm, while investment opportunity and board independence have the indirect effect. Investment opportunities set, board independence, free cash flow dan earning management simultaneously affect the firm value with Adjusted R-Squared 55,3%.

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

DAFTAR ISI

FORMULIR PERSETUJUAN PEMBIMBING	i
FORMULIR PERSETUJUAN PENGUJI	ii
KATA PENGANTAR	iii
ABSTRAK	vi
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xii
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Permasalahan	1
B. Identifikasi Masalah	14
C. Pembatasan Masalah	16
D. Rumusan Masalah	16
E. Tujuan dan Manfaat Penelitian	17
BAB II LANDASAN TEORI	
A. Definisi Konseptual Variable	19
1. <i>Agency Theory</i>	19
2. <i>Pecking Order Theory</i>	21
3. <i>Stakeholder Theory</i>	22
4. <i>Investment Opportunities Set</i>	24
a. Pengertian <i>Investment Opportunities Set</i>	24
b. Klasifikasi Proksi <i>Investment Opportunities Set</i>	27
5. <i>Board Independence</i>	32
a. <i>Corporate Governance</i> Sebagai Konsep Dasar dari <i>Board Independence</i>	32
b. Pengertian Dewan (<i>Board</i>).....	34
c. <i>One Tier System</i> dan <i>Two Tier System</i>	36
d. Pengertian <i>Board Independence</i>	37
6. <i>Free Cash Flow</i>	39
a. Pengertian <i>Free Cash Flow</i>	39
b. Pengukuran <i>Free Cash Flow</i> Menurut Para Ahli.....	41
7. <i>Earning Management</i>	43
a. Pengertian <i>Earning Management</i>	43
b. <i>Earning Quality vs Earning Management</i>	45
c. <i>Opportunistic Earning Management</i> dan <i>Beneficial Earning Management</i>	47
8. Nilai Perusahaan.....	48
a. Pengertian Nilai Perusahaan	48
b. Konsep Dasar <i>Business Valuation</i>	51
B. Kaitan Antar Variabel: Penelitian Yang Relevan	53
C. Kerangka Pemikiran, Kaitan Antar Variabel: Teori dan Hipotesis..	65
1. Kerangka Pemikiran.....	65
2. Kaitan Antar Variabel: Teori dan Pengembangan Hipotesis	71

a. Pengaruh <i>Investment Opportunities Set</i> Terhadap <i>Earning Management</i>	72
b. Pengaruh <i>Board Independence</i> Terhadap <i>Earning Management</i>	74
c. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap <i>Earning Management</i>	75
d. Pengaruh <i>Investment Opportunities Set</i> Terhadap Nilai Perusahaan.....	77
e. Pengaruh <i>Board Independence</i> Terhadap Nilai Perusahaan.....	79
f. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Nilai Perusahaan ..	80
g. Pengaruh <i>Earning Management</i> Terhadap Nilai Perusahaan.....	81
h. Pengaruh Tidak Langsung <i>Investment Opportunities Set</i> Terhadap Nilai Perusahaan Melalui <i>Earning Management</i>	82
i. Pengaruh Tidak Langsung <i>Board Independence</i> Terhadap Nilai Perusahaan Melalui <i>Earning Management</i>	84
j. Pengaruh Tidak Langsung <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Nilai Perusahaan Melalui <i>Earning Management</i>	85

BAB III METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian.....	87
B. Populasi dan Teknik Pemilihan Sample.....	88
C. Operasionalisasi Variabel dan Instrumen.....	90
1. Variabel Dependen.....	90
a. Nilai Perusahaan.....	90
2. Variabel Independen	91
a. <i>Investment Opportunity Set</i>	91
b. <i>Board Independence</i>	92
c. <i>Free Cash Flow</i>	93
3. Variabel Intervening.....	94
a. Manajemen Laba (<i>Earning Management</i>)	94
D. Analisis Data	96
1. Uji Statistik Deskriptif	97
2. Uji Asumsi Klasik	97
a. Uji Normalitas	98
b. Uji Multikolineartias	98
c. Uji Autokorelasi	99
d. Uji Heteroskedastisitas	100
3. Analisis Regresi Berganda	101
4. Uji Hipotesis	103
a. Uji t (<i>t-test</i>).....	103
b. Analisis Jalur (<i>path analysis</i>).....	104
c. Uji F	105
d. Uji R ²	106

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
A. Deskripsi Objek Penelitian.....	107
B. Analisis dan Pembahasan.....	108
1. Uji Statistik Deskriptif.....	108
2. Pengujian Asumsi Klasik.....	110
a. Uji Normalitas.....	111
b. Uji Multikolinearitas.....	113
c. Uji Autokorelasi.....	115
d. Uji Heteroskedastisitas.....	116
3. Pengujian Hipotesis.....	118
a. Uji t (<i>t-test</i>) Persamaan Pertama.....	119
b. Uji t (<i>t-test</i>) Persamaan Kedua.....	123
c. Analisis Jalur.....	128
d. Hasil Uji F.....	133
e. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	135
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
A. Kesimpulan.....	136
B. Saran.....	139
DAFTAR PUSTAKA.....	140
DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....	151
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN TESIS.....	152
LAMPIRAN.....	153

DAFTAR TABEL

TABEL 2.1	Rangkuman Hasil Penelitian Terdahulu.....	60
TABEL 4.1	Ringkasan Pemilihan Sampel.....	107
TABEL 4.2	Hasil Pengujian Statistik Deskriptif	109
TABEL 4.3	Hasil Uji Normalitas Persamaan Pertama	111
TABEL 4.4	Hasil Uji Normalitas Persamaan Kedua.....	112
TABEL 4.5	Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan Pertama	113
TABEL 4.6	Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan Kedua.....	114
TABEL 4.7	Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Pertama	115
TABEL 4.8	Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kedua.....	115
TABEL 4.9	Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Pertama.....	116
TABEL 4.10	Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kedua.....	117
TABEL 4.11	Hasil Uji t Persamaan Pertama.....	120
TABEL 4.12	Hasil Uji t Persamaan Kedua	124
TABEL 4.13	Hasil Analisa Jalur	129
TABEL 4.14	Hasil Uji F Persamaan Pertama.....	134
TABEL 4.15	Hasil Uji F Persamaan Kedua	134

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 1.1	Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Amerika	3
GAMBAR 1.2	Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Indonesia.....	4
GAMBAR 1.3	Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Indonesia Per Sektor	5
GAMBAR 1.4	Kondisi <i>Earning Management</i> Pada Beberapa Negara.....	9
GAMBAR 2.2	Kerangka Pemikiran.....	70
GAMBAR 2.3	Model Penelitian	71
GAMBAR 4.1	Analisis Jalur Hipotesis 8.....	129
GAMBAR 4.2	Analisis Jalur Hipotesis 9.....	131
GAMBAR 4.2	Analisis Jalur Hipotesis 10.....	132

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1	Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Amerika	153
LAMPIRAN 2	Data <i>Investment Opportunities Set</i>	154
LAMPIRAN 3	Data <i>Board Independence</i>	155
LAMPIRAN 4	Data <i>Free Cash Flow</i>	156
LAMPIRAN 5	Data <i>Earning Management</i>	157
LAMPIRAN 6	Data Nilai Perusahaan	158
LAMPIRAN 7	Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	159
LAMPIRAN 8	Hasil Uji Normalitas	160
LAMPIRAN 9	Hasil Uji Multikolinearitas.....	161
LAMPIRAN 10	Hasil Uji Autokorelasi.....	162
LAMPIRAN 11	Hasil Uji Heteroskedastisitas	163
LAMPIRAN 12	Hasil Uji t.....	164
LAMPIRAN 13	Hasil Analisis Jalur	165
LAMPIRAN 14	Hasil Uji F	166

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Permasalahan

Di tengah persaingan global yang semakin ketat, banyak perusahaan berlomba – lomba untuk meningkatkan daya saing mereka di berbagai sektor untuk menarik para investor baru untuk berinvestasi di perusahaan mereka. Pada awalnya peningkatan daya saing ini hanya berorientasi kepada mencari keuntungan yang sebesar – besarnya. Hal ini sesuai dengan penelitian Adam Smith pada tahun 1776 yang mendeskripsikan teori “*invisible hand*”, dimana teori ini mengarahkan perusahaan untuk memaksimalkan laba sehingga perusahaan dapat membuat keputusan yang juga akan bermanfaat bagi masyarakat sekitarnya. Pandangan Adam Smith mengarahkan para pakar ekonomi untuk mencapai dua kesimpulan penting yaitu: (1) memaksimalkan laba ialah tujuan yang tepat bagi sebuah perusahaan, dan (2) sistem perusahaan bebas merupakan sistem yang terbaik bagi masyarakat (Brigham dan Houston, 2007: 2).

Akan tetapi seiring jalannya waktu, mencari keuntungan yang sebesar – besarnya saja tidak dapat mencerminkan tujuan akhir (*goal*) dari suatu perusahaan. Perusahaan pada kisaran tahun 1776 mempunyai ukuran yang lebih kecil dan mereka beroperasi di satu negara serta di kelola oleh para pendirinya saja, dimana sekarang ini perusahaan berukuran lebih besar dan beroperasi secara global. Menurut Salvatore (2005), Moyer, McGuigan, dan Kretlow (2006) dan Brigham dan Houston (2007) tujuan utama perusahaan menawarkan sahamnya

kepada masyarakat (*going public*) tidak hanya untuk memperoleh laba sebesar – besarnya melainkan untuk meningkatkan kekayaan para pemegang sahamnya dengan cara meningkatkan nilai dari perusahaan tersebut.

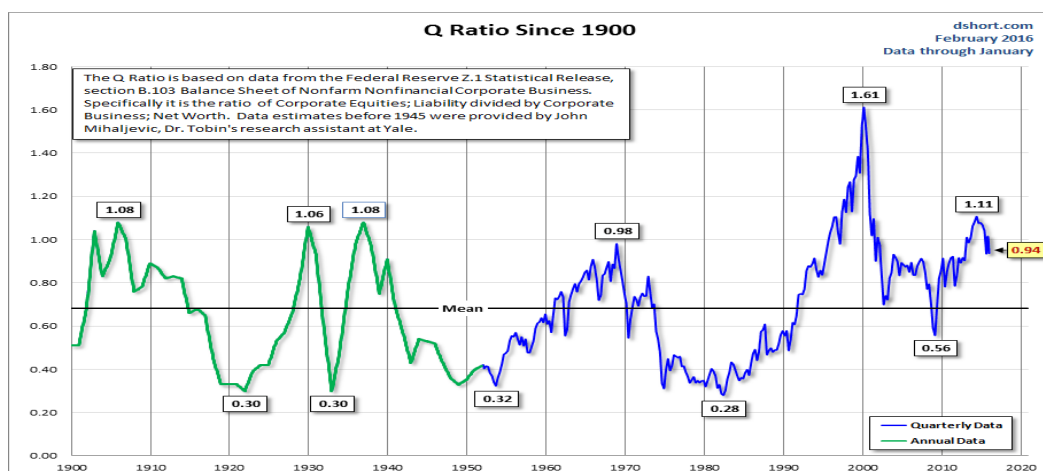
Menurut Koller, Goedhart, dan Wessels (2010: 3), nilai merupakan dimensi penentu suatu pengukuran di dalam suatu perekonomian negara. Mereka juga menjelaskan bahwa investor berinvestasi dengan harapan ketika investor menjual investasi mereka, nilai dari masing – masing investasi akan tumbuh dengan jumlah yang cukup diatas biaya modal (*invested capital*) sebagai kompensasi terhadap risiko yang telah investor ambil. Hal tersebut juga sesuai dengan pendapat Kazlauskienė dan Christauskas (2008) yang menyatakan nilai, di dalam tinjauan literatur ilmiah diperlakukan sebagai indikator penilaian bisnis terbaik untuk menggambarkan hasil kinerja perusahaan dan dapat mencerminkan kondisi internal maupun eksternal perusahaan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa mengestimasi nilai perusahaan menjadi hal yang sangat penting untuk dilakukan oleh setiap perusahaan.

Menurut Kazlauskienė dan Christauskas (2008) penilaian bisnis (*business valuation*) bertujuan untuk mengoptimalkan proses pengambilan keputusan dalam peningkatan nilai perusahaan dan struktur modal, mengevaluasi faktor – faktor penyebab terjadinya beberapa resiko, mengambil keputusan dalam manajemen resiko, mengevaluasi faktor kualitatif dalam penilaian bisnis, serta mengestimasi berbagai model terhadap beragam situasi dari operasi suatu bisnis. Berdasarkan pernyataan tersebut menilai nilai perusahaan (*business valuation*) dapat memberikan sinyal positif kepada investor baru untuk berinvestasi, membantu

manajemen dalam melaksanakan kegiatan operasi perusahaan serta meningkatkan kepercayaan pemegang saham tidak hanya dalam kinerja perusahaan saat ini tetapi juga pada prospek masa depan dari suatu perusahaan tersebut.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya, nilai perusahaan sangatlah penting dan menurut Fama (1978) secara normatif, tujuan akhir manajemen keuangan suatu perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan yang mana tercermin di dalam peningkatan harga pasar sahamnya. Akan tetapi pada kenyataannya nilai perusahaan tidak mencerminkan pendapat para ahli sebelumnya, dimana nilai perusahaan sendiri cenderung berfluktuasi atau bahkan mengalami penurunan di beberapa tahun belakangan ini. Gambar di bawah ini menunjukkan kondisi nilai perusahaan yang terjadi di negara Amerika dari tahun 1900 sampai dengan Februari 2016:

Gambar 1.1
Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Amerika



Sumber: www.advisorperspectives.com

Berdasarkan Gambar 1.1, dapat dilihat bahwa nilai perusahaan (Tobins'Q) di negara Amerika dari tahun 1900 sampai dengan Februari 2016 selalu terjadi fluktuasi dari tahun ketahun. Dimana hasil tersebut berbeda dengan negara Indonesia, seperti yang terlihat di dalam gambar dibawah ini pergerakan nilai perusahaan dengan menggunakan rasio Tobins'Q dari tahun 2005 sampai dengan 2015:

Gambar 1.2
Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Indonesia

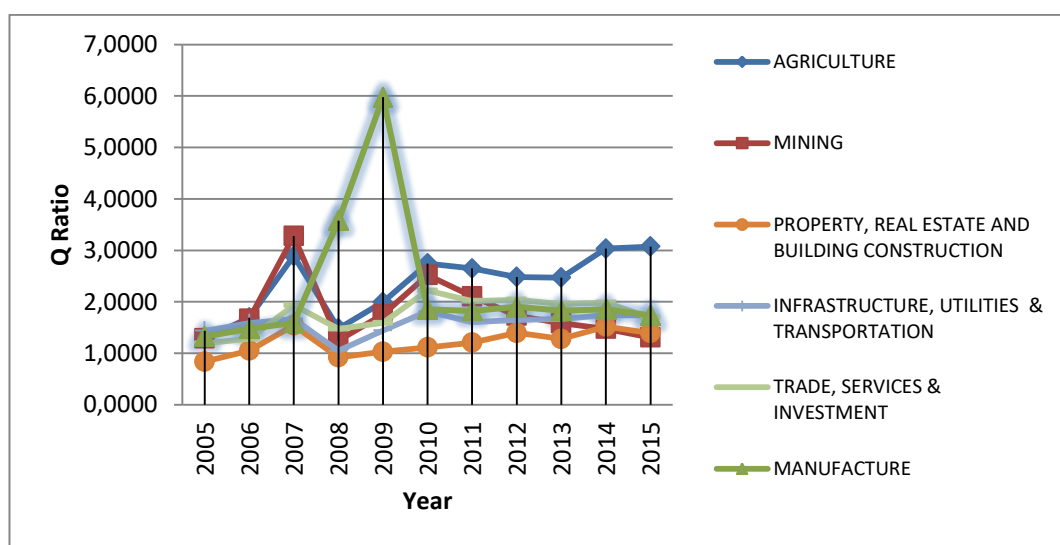


Sumber: Diolah peneliti dari IDX Fact Book 2006 – 2016

Berdasarkan Gambar 1.2, nilai perusahaan pada negara Indonesia yang dihitung dengan menggunakan rasio Tobin'Q mengalami penurunan yang signifikan dari tahun 2010 – 2015 setelah terjadi peningkatan yang signifikan dari tahun 2005. Penurunan yang signifikan ini terjadi karena adanya penurunan yang

sangat besar pada sektor industri manufaktur, dimana dapat terlihat pada gambar dibawah ini:

Gambar 1.3
Kondisi Nilai Perusahaan Di Negara Indonesia Per Sektor



Sumber: Diolah peneliti dari IDX Fact Book 2006 – 2016

Penurunan nilai perusahaan di sektor manufaktur inilah yang menyebabkan rata – rata nilai perusahaan di negara Indonesia juga mengalami penurunan yang cukup signifikan, dimana berdasarkan jumlah perusahaan per sektor memang sektor manufaktur yang mempunyai jumlah perusahaan yang terdaftar terbanyak dibandingkan dengan sektor lainnya. Hal ini menyebabkan peningkatan dan penurunan yang tajam pada sektor ini akan berdampak sangat besar terhadap nilai rata – rata perusahaan di Indonesia.

Fenomena adanya fluktuasi dan penurunan nilai perusahaan yang terjadi bukan hanya di luar negeri saja tetapi terjadi juga di negara Indonesia dapat

disebabkan oleh beberapa faktor. Menurut Jensen dan Meckling (1976), Papaioannou (2002), Morck dan Yeung (2003), Jensen (2005) dan Harford, Jenner dan Powell (2012) salah satu faktor utama penyebab terjadinya fenomena penurunan nilai perusahaan ialah adanya konflik keagenan (*agency conflict*) dimana adanya perbedaan tujuan atau kepentingan antara para pemegang saham (*principal*) dan para manajemen (*agent*). Hal tersebut menyebabkan pengelolaan nilai perusahaan menjadi sangat menantang dan bahkan sulit untuk dimengerti.

Menurut Jensen (2005) dan Jerzemowska (2006) konflik keagenan yang terjadi di dalam suatu perusahaan akan membuat *agent* sebagai orang yang dipilih *principal* untuk mewakilkan tindakan mereka dalam menjalankan kegiatan operasi perusahaan akan menjurus kepada tindakan yang dapat menghancurkan nilai perusahaan (*value destruction*) jika tidak disertai dengan adanya biaya keagenan (*agency cost*) untuk mengurangi *agency problem* yang terjadi. Tindakan yang dilakukan manajemen menurut Schipper (1989), Hart (1995), Graham, Harvey dan Rajgopal (2006), Beaudoin (2008), Jiraporn et al (2008), Greiner (2013) dan Julio dan Yook (2016) ialah salah satunya menggunakan manajemen laba (*earning management*) untuk merusak nilai perusahaan (*value destructive*) dengan cara menunda proyek investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan jangka panjang, hanya untuk mengejar keuntungan jangka pendek atau keuntungan pribadi *agent*. Menurut Schipper (1989) dan Healy dan Wahlen (1999) tindakan *earning management* dilakukan oleh manajer secara sengaja pada proses pelaporan keuangan eksternal, dengan cara mengubah/mengaburkan laporan keuangan baik untuk menyesatkan beberapa pemangku kepentingan dan

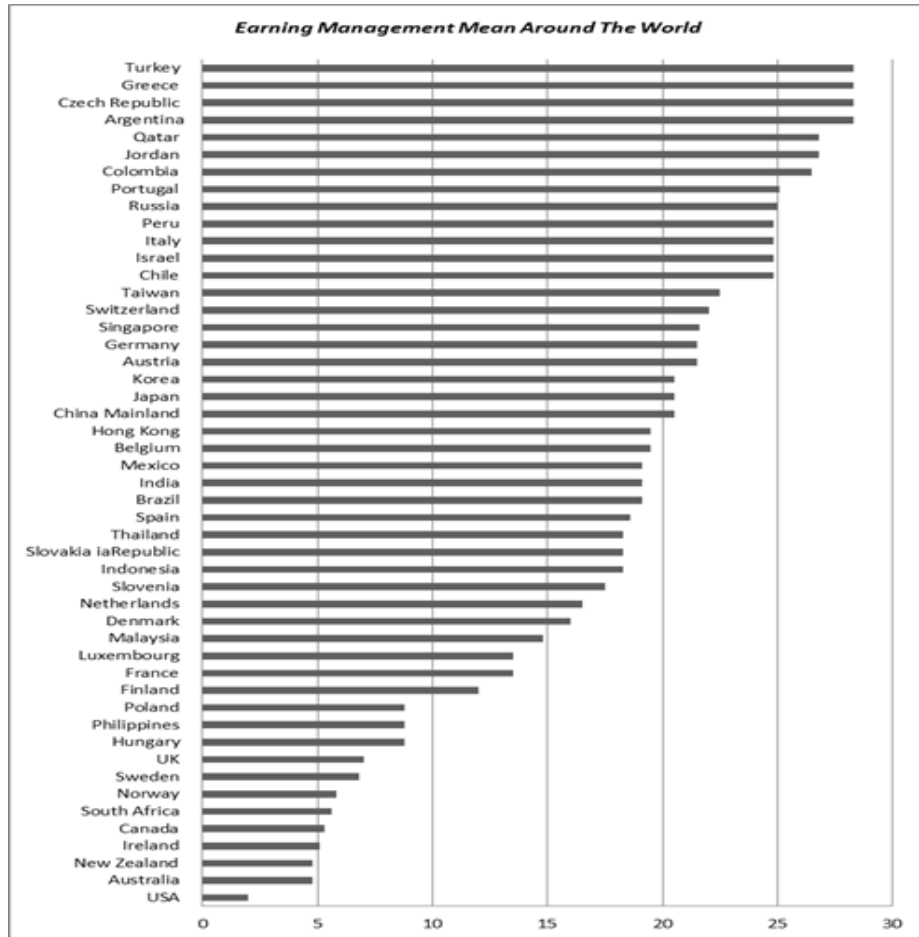
pemegang saham terkait dengan kinerja ekonomi perusahaan ataupun mempengaruhi hasil konkrit yang sangat bergantung pada angka – angka akuntansi yang dilaporkan di laporan keuangan. Berbeda dengan penelitian – penelitian sebelumnya, menurut Jiraporn et al (2008) *earning management* tidak sepenuhnya mempunyai sifat yang oportunis (*opportunistic earning management*) atau merugikan perusahaan. Menurut mereka *earning management* dapat bersifat menguntungkan karena mempunyai potensi untuk meningkatkan informasi nilai laba, oleh karena itu *earning management* dapat dipandang sebagai tindakan yang bermanfaat (*beneficial earning management*). Walaupun tiap – tiap peneliti mempunyai pandangan yang berbeda - beda terhadap *earning management*, para peneliti diatas setuju bahwa *earning management* akan berujung kepada penurunan / penghancuran nilai perusahaan (*value destruction*).

Skandal *earning management* pun 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* 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.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya, Healy et al (2014) mencoba membangun sebuah ringkasan berkaitan dengan pengukuran *earning management* di tiap – tiap negara. Nilai *earning management* pada suatu negara diurutkan berdasarkan tingginya nilai agregatnya sehingga semakin tinggi nilainya maka makin tinggi tingkat *earning management*, dimana nilai *earning management* tiap – tiap negara dapat dilihat berdasarkan gambar dibawah ini:

Gambar 1.4
Kondisi *Earning Management* Pada Beberapa Negara



Sumber: Diolah peneliti dari penelitian Healy et al (2014)

Berdasarkan gambar 1.4, negara Indonesia mempunyai nilai *earning management* yaitu sebesar 18.3 sedangkan nilai range terbesar pada penelitian tersebut adalah negara Turkey, Greece, Czech Republic dan Argentina sebesar 28.3 dan negara dengan nilai *earning management* terkecil yaitu negara Amerika dengan nilai sebesar 2. Berdasarkan selisih dari range tertinggi dan terendah menunjukkan bahwa negara Indonesia masih berada di atas rata – rata. Dari hal tersebut peneliti mengambil kesimpulan bahwa negara Indonesia masih

mempunyai tingkat *earning management* yang cukup tinggi, sehingga layak untuk diteliti lebih lanjut.

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 governanace*) dalam hubungannya dengan kinerja perusahaan ketika mekanisme pengendalian (manajer) ditantang. Salah faktor penting di dalam *good corporate governance* adalah *board independence*. Menurut Huang, Hou dan Cheng (2012) dan Rossi, Nerino, dan Capasso (2015) *board* dianggap sebagai suatu mekanisme dari tata kelola perusahaan, yang ditugaskan untuk menjaga dan meningkatkan aset dan memaksimalkan hasil dari suatu investasi perusahaan. *Board* menjadi mekanisme pengendalian internal yang utama bagi perusahaan, sehingga tindakan oportunis manajemen (*earning management*) yang timbul dari pemisahan kepemilikan dan masalah pengendalian kegiatan operasi perusahaan, dapat teratasi dengan baik (Villa, Lopez, dan Penas, 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.

Seperti yang telah dijelaskan di paragraf sebelumnya bahwa salah satu bentuk *agency conflict* ialah tindakan *earning management*, dimana banyak peneliti seperti Schipper (1989), Hart (1995), Graham, Harvey dan Rajgopal

(2006), Beaudoin (2008), Greiner (2013) dan Julio dan Yook (2016) menuliskan bahwa *earning management* dapat merusak nilai perusahaan (*value destructive*) dengan cara menunda proyek investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan jangka panjang, hanya untuk mengejar keuntungan jangka pendek. Proyek investasi jangka panjang atau menurut Myers (1977) dan Adam dan Goyal (2008) sebagai set keputusan berinvestasi (*investment opportunity set*) dimana hal tersebut mempunyai peranan penting di dalam keuangan perusahaan karena sangat berhubungan dengan pencapaian tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan pendapat para peneliti tersebut tindakan *earning management* yang dilakukan oleh para *agent* dapat menghancurkan nilai perusahaan itu sendiri sebagai tujuan perusahaan dengan menunda proyek investasi penting yang bernilai positif bagi perusahaan itu sendiri.

Menurut Gaver dan Gaver (1993), *investment opportunities set* merupakan komponen penting nilai perusahaan yang besarnya sangat tergantung pada pengeluaran – pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang yang pada saat ini merupakan pilihan – pilihan investasi yang di harapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Ketika *agent* menunda proyek investasi jangka panjang yang dapat memberikan *positive net present value* dan berfokus pada tujuan jangka pendek demi kepentingan pribadi mereka, hal ini dapat menyebabkan arus kas bebas (*free cash flow*) yang digunakan tidak memberikan tambahan nilai bagi perusahaannya dan para pemegang saham. Hal tersebut juga di perkuat oleh penjelasan dari Chung, Firth dan Kim (2005) dimana mereka mengatakan, pilihan berinvestasi yang buruk suatu saat akan terlihat di kemudian

hari di dalam laporan keuangan perusahaan, dimana investasi – investasi yang tidak memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dapat menurunkan harga saham perusahaan yang beredar dan dapat membuat dewan melakukan tindakan untuk mengganti eksekutif atau tim manajemen perusahaan. Oleh karena itu menurut Chung, Firth dan Kim (2005) dan Cardoso, Martinez dan Teixeira (2014) untuk menutupi penggunaan *free cash flow* yang sia – sia tersebut manajemen (*agent*) akan menggunakan prosedur akuntansi dalam hal ini adalah *earning management* untuk meningkatkan laba yang ada di dalam laporan keuangan perusahaan, sehingga arus kas bebas yang digunakan seakan – akan diinvestasikan pada proyek yang bernilai positif. Hal tersebut akan meningkatkan kepercayaan investor dan para pemegang saham (*principal*) serta meningkatkan nilai saham perusahaan untuk jangka waktu dekat, akan tetapi laporan keuangan tersebut tidak mencerminkan kondisi kinerja dan cenderung akan berdampak pada penurunan/penghancuran nilai perusahaan yang telah dibangun.

Penelitian ini bersifat *fundamental research* dimana 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. Akan tetapi banyak penelitian – penelitian yang berpendapat sebaliknya dimana menurut Watts dan Zimmerman (1986), Holthausen (1990), Guay, Kothari dan Watts (1996), Demski (1998), Arya, Glover dan Sunder (2003) dan Jiraporn et al (2008) tindakan *earning management* tidak selalu oportunistik atau akan menimbulkan masalah keagenan akan tetapi mungkin juga bermanfaat (*beneficial earning management*) bagi perusahaan karena dapat berpotensi untuk meningkatkan informasi nilai dari laba perusahaan dan dapat berfungsi sebagai sarana untuk mengkomunikasikan informasi pribadi tersebut kepada para pemegang saham dan kepada masyarakat. Hal tersebut diperjelas oleh Schipper (1989) bahwa manajemen laba (*earning management*) mempunyai hubungan yang bertolak belakang dengan kualitas laba (*earning quality*), dimana ketika *earning management* semakin tinggi maka menandakan rendahnya kualitas laba yang tercermin di dalam laporan keuangan. Healy (1985), Schipper (1989) dan Jiraporn et al (2008) menjelaskan bahwa laba sangat berguna untuk memprediksi kinerja mendatang sehingga merupakan ukuran penentu pemberian kompensasi kepada manajemen atas kinerja yang dilakukannya.

Oleh sebab itu diharapkan penelitian ini mampu memperluas pandangan penelitian – penelitian sebelumnya yang hanya melihat *earning management* sebagai hasil dari adanya *agency problem* yang akan merusak nilai perusahaan, tetapi juga melihat *earning management* sebagai sarana penyampaian informasi penting yang dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan cara melihat *direct effect* dan *indirect effect* terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan latar belakang

masalah di atas, maka disusunlah penelitian dengan judul: **“PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITIES SET, BOARD INDEPENDENCE DAN FREE CASH FLOW TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN EARNING MANAGEMENT SEBAGAI VARIABEL INTERVENING: STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010 – 2015”**.

B. Identifikasi Masalah

Menurut Koller, Goedhart, dan Wessels (2010: 3), nilai merupakan dimensi penentu suatu pengukuran di dalam perekonomian negara, oleh karena itu menentukan nilai pada kegiatan operasi perusahaan sangatlah penting. Berdasarkan gambar 1.2 dan gambar 1.3 dapat diketahui bahwa nilai perusahaan di Indonesia mengalami penurunan dan fluktuasi yang cukup besar dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2015. Fenomena seperti diatas telah banyak dibahas oleh berbagai peneliti luar negeri mau pun peneliti dalam negeri dan telah menghasilkan banyak kesimpulan yang bermacam – macam. Walaupun hasil penelitian – penelitian tersebut memberikan kesimpulan yang berbeda – beda latar belakang permasalahan pada tiap penelitian tersebut yakni sama yaitu adanya permasalahan keagenan antara *principal* dan *agent*. Dimana di dalam penelitian peneliti kali ini menggunakan salah satu bentuk atau tindakan yang menyebabkan timbulnya suatu *agency problem* yaitu *earning management*. Adanya hadiah yang diberikan kepada manajer membuat manajer melakukan tindakan – tindakan (*earning management*) yang dapat mengganggu nilai perusahaan, akan tetapi jika

tidak adanya kompensasi yang diberikan kepada manajer, manajer cenderung tidak termotivasi. Manajer sebagai *agent* sama seperti halnya pemegang saham / *principal* yang mempunyai kebutuhan yang tak terbatas dengan sumber daya yang terbatas, hal ini mengakibatkan manajer terdorong untuk melakukan tindakan yang mengganggu nilai perusahaan (*Mark Twain: the lack of money is the root of all evil*).

Latar belakang permasalahan menunjukkan terjadinya perbedaan penelitian (*research gap*) mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan ketika adanya variable *earning management* dan tanpa adanya variable *earning management* sehingga membuat hal ini dapat dijadikan permasalahan dalam penelitian ini. Berdasarkan permasalahan yang ada maka dapat diidentifikasi masalah yang akan diteliti sebagai berikut:

1. Masih belum jelas fenomena penurunan nilai perusahaan pada negara Amerika dan Indonesia yang menurut para peneliti disebabkan oleh adanya tindakan *earning management* sebagai salah satu bentuk *agency problem*.
2. Berdasarkan gambar 1.3 terdapat penurunan nilai perusahaan yang sangat besar pada sektor manufaktur dimana sektor manufaktur sendiri menurut kepala badan pusat statistik Suryamin merupakan sektor utama yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi negara Indonesia.
3. Hasil penelitian terhadap *earning management* sendiri sebagai suatu tindakan yang menguntungkan (*beneficial*) bagi perusahaan sangatlah sedikit dan masih belum jelas bagaimana *earning management* sendiri dapat menambah nilai perusahaan (*value creation*).

4. Jika *earning management* dilihat sebagai tindakan yang oportunis, belum diketahui dampak *earning management* sebagai perusak nilai perusahaan (*value destruction*) pada negara Indonesia jika dirating dari *minor* hingga *catastrophic* serta solusi mengurangi tindakan *earning management* di negara Indonesia.

C. Pembatasan Masalah

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. Data yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada data sekunder.

D. Rumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah dan pembatasan masalah yang telah diuraikan, maka rumusan masalah yang diajukan dalam penulisan tesis ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *investment opportunity set*, *board independence*, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap *earning management* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015?

2. Apakah *investment opportunity set*, *board independence*, *free cash flow* dan *earning management* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015?
3. Apakah *investment opportunity set*, *board independence*, dan *free cash flow* berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui *earning management* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015?

E. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1. Tujuan penelitian

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* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 – 2015. Selain itu untuk 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* pada perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015.

2. Manfaat penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

a. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi para investor yang menghadapi seperangkat alat tertentu, dalam memilih perusahaan yang memiliki nilai yang tinggi dan penentuan surat berharga untuk mendapatkan profitabilitas yang maksimal.

b. Bagi Emiten

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam bentuk informasi untuk meningkatkan dan menjaga stabilitas nilai perusahaan dan sebagai pengetahuan tambahan tentang faktor – faktor yang berkontribusi terhadap nilai perusahaan sehingga perusahaan dapat menarik investor untuk berinvestasi di dalam perusahaannya.

c. Bagi Peneliti

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam bentuk referensi tambahan dalam melakukan penelitian di masa yang akan datang dalam pengembangan teori keuangan khususnya di bidang pasar modal.

d. Bagi Mahasiswa

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan pengetahuan dan menguji pengetahuan yang telah di dapat ketika kuliah.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T., & Goyal, V.K. (2003). The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables: Theory and Evidence. *Working Paper-Department of Finance*. Hong Kong University of Science & Technology, 1-35.
- Adam, T., & Goyal, V.K. (2008). The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *Journal of Financial Research*. 31, 41-63.
- 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.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R.E. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *The Academy of Management Review*. 15, 72-87.
- Benardi., Meliana., Sutrisno., & Prihat, A. (2009). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Luas Pengungkapan dan Implikasinya Terhadap Asimetri Informasi, *Simposium Nasional Akuntansi 12*.

- Blundell, R., Bond, S., Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1992). Does Q Matter for Investment? Some Evidence from A Panel of U.K. Companies. *Journal of Econometrics*. 51, 233-257.
- Brealey, R.A., & Myers, S.C. (2007). *Principles of Corporate Finance* (7th ed.). United State: McGraw-Hill/Irwin.
- 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.
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2007). *Fundamental of Financial Management* (11th ed.). South-Western: Thomson.
- Brown, L.D., & Caylor, M.L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting*. Public Policy 12, 409-434.
- Brush, T., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The Free Cash Fow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*. 21, 455–472.
- Bukit, R.B., & Nasution, F.N. (2015). Employee Diff, Free Cash Flow, Corporate Governance and Earnings Management. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. 211, 585–594.
- Byrd, J.W., & Hickman, K.A. (1992). Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender Offer Bids. *Journal of Financial Economics*. 32, 195–221.
- 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.
- _____ (1995). Finance Constraints, Liquidit and Investment Spending: Cross-Country Evidence. Emory University. *Unpublished Working Paper*.
- Chow, C.W., & Boren, A.W. (1987) Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation. *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 3, hal. 533-541.

- Christie, A.A., & Zimmerman, J.L. (1994). Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*. 69, 539-566.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.B. (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research*. 58, 766-776.
- Colley, J.L. (2003). *Corporate Governance (Illustrated)*. United State: McGraw-Hill.
- Conyon, M.J. (1998). Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation. *The Academy of Management Journal*. 41(2), 146-157.
- Coser, L.A. (1957). Social Conflict and The Theory of Social Change. *The British Journal of Sociology*. 8(3), 197-207.
- Cremers, M., & Nair, V. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*. 60, 2859-2894.
- Dahrendorf, R. (1959). *Class and Class Conflict in Industrial Society*. Retrieved from <https://archive.org/details/classclassconfli00dahr>.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation*. Stern School of Business. 6.
- Dechow, P.M., & Dichev, I.D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*. 77, 35-59.
- 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 (1998). Performance Measure Manipulation. *Contemporary Accounting Research*. 15(3), 261-85.
- Demski, J.S & Sappington D.E.M. (1992). Further Thoughts on Fully Revealing Income Measurement. *The Accounting Review*. 67(3), 628-630.
- Donaldson, G., & Fox, B. (2000). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity Business Classics Series (Illustrated, Reprint)*. Washington D.C: Beard Books
- Donaldson, T., & Preston, L.E. (1995). The Stakeholder Theory of The Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*. 20, 65-91.

- Dunn, D.J. (1987). Directors aren't doing their jobs. *Fortune* (March). 117-119.
- Erickson, M., & Wang, S.W. (1999). Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers. *Journal of Accounting and Economics*. 27, 149-176.
- Fama, E.F. (1978). The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on The Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*. 68(3), 272-284.
- Fama, E.F., & French, K.R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*. 53(3), 819-843.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983a). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law Economic*. 26, 327-349.
- Freeman, R.E., Wicks, C. A., & Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*, 15(3), 364-369.
- Gaio, C., & Raposo C. (2011). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Accounting and Finance*. 51, 467-499.
- Gaver J.J., & Keneth M.G. (1993). Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16, 125-160.
- _____ (1995). Compensation Policy and The Investment Opportunity Set. *Financial Management*. 24, 19-32.
- Ghozali, I. (2009). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponogoro
- Gillan, S.L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: and Overview. *Journal of Corporate Finance*. 12, 381-402.
- Grace, M., Ireland, A., & Dunstan, K (1995). Board Composition, Non-Executive Directors' Characteristics and Corporate Financial Performance. *Asia Pacific Journal of Accounting*. 24, 121-137.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., & Rajgopal, S (2006). Value Destruction and Financial Reporting Decision. *Journal of Accounting and Economics*. 1-23.
- Greiner, A.J. (2013). Consequences of Real Earnings Management and Weak Corporate Governance: Evidence From Cash Holdings. *Dissertation Faculty of The College of Business*.

- Guay, W.R., Kothari, S.P., & Watts, R.L. (1996). A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models. *Journal of Accounting Research*. 34, 83-105.
- 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*.
- Harford, J., Jenner., H.M., & Powell, R (2012). The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers. *Journal of Financial Economics*. 106(2), 247-261.
- Hart, S.L (1995). A Natural Resource Based View of The Firm. *The Academy of Management Review*. 20(4), 986-1014.
- 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. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*. 7, 85-107.
- Healy, P., & Palepu, K.G. (1993). The Effect of Firms Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*. 7, 1-11.
- Healy, P., Serafeim, G., Srinivasan, S., & Yu, G. (2014). Market Competition, Earning Management, and Persistence in Accounting Profitability Around The World. *Review of Accounting Studies*. 19, 1281-1308.
- Healy, P., & Wahlen, J.M. (1999). A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*. 13, 365-383.
- Hermanson, D.R. (2003). Does Corporate Governanace Really Matter? What The Research Tell Us . *Internal Audit*. 18 (2), 44-45.
- Hodge, F.D. (2003). Investors' Perceptions of Earnings Quality, Auditor Independence, and The Usefulness of Audited Financial Information. *Accounting Horizon*. 17, 37-48.
- Holthausen, R.W. (1990). Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives. *Journal of Accounting and Economics*. 12, 207-218.
- Houge, T.I., & Loughran, T. (2006). Do Investors Capture The Value Premium?. *Financial Management*. 35, 5-19.
- Horne, J.C.V., & Wachowicz. (2009). *Fundamental of Financial Management* (13th ed.). 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. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76, 323-329.
- _____ (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory and The Corporate Objective Function. *European Financial Management*. 7(3), 297-317.
- _____ (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*. 34(1), 5-19.
- 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.
- _____ (1995). Specific and General Knowledge and Organizational Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. 8, 251-274.
- 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.
- Julio, B. & Yook, Y. (2016). Earnings Management and Corporate Investment Decisions. *Finance and Economics Discussion*. 2016-086.
- Kallapur, S., & M.A. Trombley. (1999). The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol.26. No.3.
- _____ (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.
- Koller, T., Dobbs, R., & Huyett, B. (2011). *The Four Cornerstones of Corporate Finance: Value*. Jhon Wiley & Sons.Inc.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). (2006). Indonesia's Code of Good Corporate Governance. Jakarta.
- 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).
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M., & Walking, R.A. (1991). A Test of The Free Cash Flow Hypothesis, the Case of Bidder Returns. *Journal of Financial Economics*. 29(2), 315-335.
- Larcker, D.F., & Richardson, A.S. (2007). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Economic*. 20, 293-315.
- 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.
- Liu, Y., Miletkov, M.K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board Independence and Firm Performance in China. *Journal of Corporate Finance*. 30, 223-244.
- Louis, H. (2003). Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information? Evidence from The Pricing of Discretionary Accruals Around Stock Splits. *Journal of Accounting and Economics*. 39, 361-380.
- Mak, Y.T., & Roush, M.L. (2000). Factors Affecting The Characteristics of Boards of Directors: An Empirical Study of New Zealand Initial Public Offering Firms. *Journal of Business Research*. 47, 147-159.

- 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.
- Marx, K., & Engels, F. (1848). *Manifesto of The Communist Party*. Retrieved from <https://www.marxists.org/archive/marx/works/download/pdf/Manifesto.pdf>.
- Mehran, H. (1994). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*. 38, 163-184.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.
- _____ (1961). Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34, 411-33.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 367-382.
- Moyer, R.C., McGuigan, J.R., & Kretlow, W.J. (2006). *Contemporary Financial Management* (10th ed.). South-Western: Thomson.
- 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.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. *NBER Working Paper Series 1396*.
- Noor, F.M.N., Sanusia, Z.M., Heang, L.T., Iskandar, T.M., & Isa, Y.M. (2015). Fraud Motives and Opportunities Factors on Earnings Manipulations. *Procedia Economics and Finance*. 28, 126-135.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2001). Corporate Governance and National Development. *Technical Papers No. 180*. Paris.
- Papaioannou, G.J., (2001). The Challenge of Corporate Value Management: A Financial Perspective. *Journal of International Business and Law*. Vol 1: Iss. 1, Article 6.
- Park, K., & Jang, S. (2013). Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification, and Firm Performance. *International Journal of Hospitality Management*. 33, 51-63.

- Patton, A., & Baker, J.C. (1987). Why Don't Directors Rock The Boat?. *Harvard Business Review*. 65, 10-18.
- 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.
- Richardson, S.A. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*. 11(2-3), 159-189.
- Salvatore, Dominick. (2005). *Ekonomi Manajerial Dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sarwono, J. (2010). *Analisis Jalur Untuk Riset Bisnis Dengan SPSS*. Edisi 5. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*. 91-102.
- Scott, W. (2006). *Financial Accounting Theory* (4th ed). Toronto, Ontario: Pearson Prentice Hall.
- Sekaran, U & Bougie, R.. (2013). *Research Methods for Business* (6th ed). Wiley.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 35, 737-783.
- 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.
- Simmel, G. (2004). *The Philosophy of Money* (3th ed.). Retrieved from http://www.eddiejackson.net/web_documents/Philosophy%20of%20Money.pdf.
- 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.
- Solomon, J., & Solomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*. United States: John Wiley & Sons Ltd.
- Stocken, P., & Verrecchia, R. (2004). Financial Reporting System Choice and Disclosure Management. *The Accounting Review.* 79, 1181–1203.
- Subramanyam, K.R. (1996). The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics.* 22, 249–281.
- 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.
- Susanto, P.B., & Subekti, I. (2012). Pengaruh Corporate Social Responsibility dan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan (Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya.* 1(2).
- Teoh, S.H., Welch, I., & Wong, T.J. (1998). Earnings Management and The Long Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance.* 53, 1935-1974.
- 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.
- Undang-Undang No.40 Tahun 2007 *Tentang Perseroan Terbatas* (c.1) Jakarta, Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia.
- 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.

- Vance, S.C. (1978). Corporate Governance: Assessing Corporate Performance by Boardroom Attributes. *Journal of Business Research*. 6, 203-220.
- Villar, M.V., Lopez, E.R., & Penas, S.L. (2016). On The Relationship Between Corporate Governance and Value Creation in an Economic Crisis: Empirical Evidence for The Spanish Case. *Business Research Quarterly*. 19, 233-245.
- 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.
- Wardani, R.A.Kusuma., & Siregar, B. (2009). Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderator. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol. 20. No. 3 Desember, hal. 157-174.
- 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.
- Yuliani, Zain, D., Sudarma, M. & Solimun (2012). Diversification, Investment Opportunity Set, Environmental Dynamics and Firm Value (Empirical Study of Manufacturing Sectors in Indonesia Stock Exchange). *IOSR Journal of Business and Management*. 6(4), 01-15.
- Yusoff, W.F.Wan., & Alhaji, I.A. (2012). Insight of Corporate Governance Theories. *Journal of Business and Management*, 1(1), 52-63.
- Zabri, S.M., Ahmad, K., & Wah, K.K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance : Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*. 35, 287-296.
- Zhao, Y., Kung, C., & Yao, L. (2009). Takeover Protection and Earnings Manipulation: Evidence From Restating Firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 33(4), 347-369.

www.idx.co.id

finance.yahoo.com

www.ycharts.com

www.advisorperspective.com

Indonesian Capital Market Directory 2010.

Indonesian Capital Market Directory 2011-2015.