

**FREE CASH FLOW SEBAGAI PEMODERASI PENGARUH EARNINGS  
MANAGEMENT DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA NILAI  
PERUSAHAAN**

**Ida Ayu Made Chandra Dewi<sup>1</sup>  
I Wayan Putra<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: iamdchandradewi@gmail.com telp: +62 83119931220

<sup>2</sup> Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

**ABSTRAK**

Suatu perusahaan didirikan untuk memaksimalkan laba sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian dilakukan untuk menganalisis bahwa *earnings management* dan kebijakan dividen memengaruhi nilai perusahaan LQ45 dengan dimoderasi oleh *free cash flow*. Jumlah sampel penelitian sebanyak 60 observasian ditentukan berdasarkan metode *non probability sampling* dan teknik *purposive sampling*. Dalam proses analisis, teknik yang dilakukan adalah *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Hasil yang ditemukan adalah: 1) *Earnings management* secara negatif signifikan berpengaruh pada nilai perusahaan; 2) Kebijakan dividen secara negatif signifikan berpengaruh pada nilai perusahaan; 3) *Free cash flow* memperlemah pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan; dan 4) *Free cash flow* memperlemah pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan.

**Kata Kunci** : LQ45, nilai perusahaan, *earnings management*, kebijakan dividen, *free cash flow*

**ABSTRACT**

*A firm was found to maximize profit that increases the firm value. This research has some purpose there are to give empirical proof about earnings management and dividend policy an affect firm value that listed at LQ45 with moderating variabel that is free cash flow. This study has 60 observation that choosen by applying non probability method and purposive sampling technique. In processing data, Moderated Regression Analysis (MRA) is applied as data analysis technique. The result founded that earnings management has a negatif significant influence on firm value, dividend policy has a negatif significant influence on firm value, the influence of earnings management on firm value is weaken by free cash flow, and the influence of dividend policy on firm value is weaken by free cash flow.*

**Keywords:** *LQ45, firm value, earnings management, dividend policy, free cash flow*

**PENDAHULUAN**

Pendirian suatu perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan laba yang diperoleh, sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan

mencerminkan kesejahteraan pemegang saham yang tinggi. Tingginya nilai suatu perusahaan tercermin ketika publik menilai harga pasar saham perusahaan lebih tinggi dari nilai bukunya. Di pasar modal, harga pasar menunjukkan harga perlembar saham yang bersedia dibayar oleh calon pembeli. Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa sudut pandang investor mengenai kinerja perusahaan dalam kaitannya dengan harga saham disebut sebagai nilai perusahaan. Untuk mempertahankan nilai perusahaan, manajer memiliki peranan yang penting di dalam perusahaan.

Manajer (*agent*) merupakan pihak yang dipekerjakan oleh pemegang saham (*principal*) untuk mengelola perusahaan dan diberikan tanggung jawab untuk mengambil keputusan berdasarkan kesejahteraan *principal*. Sebagai pengelola, informasi yang dimiliki lebih banyak dibandingkan *principal* terkait prospek perusahaan di masa depan. Umumnya, informasi yang diterima *principal* kadang tidak mencerminkan kondisi perusahaan. Hal ini karena *agent* dan *principal* memiliki perbedaan kepentingan dimana *agent* berkepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya sehingga mengabaikan kepentingan *principal*. Untuk itu manajer bertindak oportunistik dengan menambah atau mengurangi laba perusahaan yang dilaporkan. Tindakan tersebut disebut sebagai *earnings management*.

Schipper (2003) menyebutkan intervensi kepada pihak eksternal terkait proses pelaporan keuangan adalah tindakan *earnings management*. Praktik *earnings management* dapat memicu adanya masalah keagenan dan dinilai dapat menurunkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan sehingga implikasinya

nilai perusahaan menurun. Penelitian Fernandes dan Ferreira (2007), Vilona (2008), dan Devia (2014) menemukan *earnings management* berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Hamonangan (2009) menemukan kualitas laba dengan proksi *discretionary accruals* memiliki pengaruh positif pada nilai perusahaan. Sherly dan Yulius (2016) juga menemukan *earnings management* berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Mardiyanto (2008:281) dalam Agustia (2013) mengungkapkan bahwa tingginya *free cash flow* yang tersedia dapat meminimalisir terjadinya praktik *earnings management*, karena perusahaan sudah mampu meningkatkan harga pasar sahamnya. Peningkatan harga saham ini mencerminkan adanya respon positif terhadap selisih positif kas perusahaan. Oleh karena itu, keberadaan *free cash flow* di perusahaan dapat menetralkan praktik *earnings management* sehingga akan terjadi peningkatan pada nilai perusahaan.

Kebijakan dividen memengaruhi nilai perusahaan karena pada dasarnya para pemegang saham ingin meningkatkan kesejahteraannya melalui pengembalian berupa dividen. Pendistribusian laba berupa dividen atau penahanan laba untuk pendanaan proyek di masa depan disebut kebijakan dividen. Gordon (1963) menyebutkan nilai perusahaan dapat meningkat ketika dividen yang didistribusikan semakin tinggi, karena berdasarkan teori *Bird In the Hand* kepastian yang dimiliki dividen dari *capital gain* lebih besar sehingga investor lebih tertarik pada dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian Efendi (2013), Rizqia dkk. (2013), Reni (2014), dan Rehulina (2015) mengenai pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan yang positif signifikan. Mardiyati dkk.

(2012), Tri *dkk.* (2013), dan Herawati (2013) masing-masing mendapatkan kesimpulan bahwa secara positif dan tidak signifikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Di sisi lain, Ningrum (2006), Hermuningsih dan Wardani (2009), dan Analisa (2011) menemukan secara negatif dan tidak signifikan kebijakan dividen berpengaruh pada nilai perusahaan.

Dividen berupa dividen tunai yang didistribusikan kepada pemegang saham ditentukan dari ketersediaan kas berupa *free cash flow* di perusahaan (Sutrisno, dalam Rosdini, 2009). Ketika *free cash flow* yang tersedia di perusahaan tinggi, maka manajer akan berada di bawah tekanan pemegang saham untuk mendistribusikannya sebagai dividen. Oleh karena itu, tingginya *free cash flow* akan mendorong tingginya dividen yang didistribusikan sehingga akan memengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan ketidakkonsistenan penelitian sebelumnya, maka dilakukan kembali penelitian untuk menguji *free cash flow* sebagai variabel moderasi pengaruh *earnings management* dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan yang terdaftar dalam LQ45, karena saham-sahamnya aktif diperdagangkan dan kapitalisasi pasar serta likuiditas yang tinggi. Pokok permasalahan yang dirumuskan meliputi: 1) Apakah *earnings management* berpengaruh pada nilai perusahaan?; 2) Apakah kebijakan dividen berpengaruh pada nilai perusahaan?; 3) Apakah *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan?; 4) Apakah *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan?.

Adapun tujuan yang diharapkan, yaitu mendapatkan informasi mengenai pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan, mendapatkan informasi mengenai pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan, mendapatkan informasi bahwa pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan dapat dimoderasi oleh *free cash flow*, dan mendapatkan informasi bahwa pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan dapat dimoderasi oleh *free cash flow*.

Penelitian ini memiliki kegunaan teoritis dan kegunaan praktis. Secara teoritis diharapkan mampu memberikan informasi tambahan mengenai keterkaitan antara *earnings manajemen* dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan melalui sudut pandang teori agensi yang menjelaskan hubungan keagenan. Dilihat dari sisi teori agensi, perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal* akan berpengaruh pada nilai perusahaan yang dilihat dari laba perusahaan maupun dividen yang didistribusikan kepada *principal*. Karena terdapat kepentingan yang berbeda antara *agent* dan *principal*, maka laba yang diperoleh perusahaan memungkinkan terindikasi tindakan *earnings management*.

Salah satu faktor yang mendorong terjadinya *earnings management* dan tingginya dividen yang didistribusikan kepada *principal* adalah *free cash flow* yang tersedia di perusahaan. Oleh karena itu, *free cash flow* mampu memperkuat pengaruh *earnings management* dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan, sehingga harapannya penelitian ini mampu menjadi tambahan referensi bagi peneliti selanjutnya mengenai pengaruh *free cash flow* dalam memoderasi *earnings management* dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan.

Kegunaan praktis penelitian ini ditujukan kepada beberapa pihak, diantaranya perusahaan, investor, dan akademisi. Untuk perusahaan, harapannya dapat memberikan informasi tambahan kepada pihak internal mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaannya, khususnya *earnings management*, kebijakan dividen, dan *free cash flow* bagi perusahaan LQ45. Untuk investor, harapannya dapat memberikan informasi sebagai dasar penilaian dalam berinvestasi melalui penilaian rasio *price to book value* perusahaan. Bagi akademisi, harapannya penelitian ini mampu memberikan gambaran tentang *free cash flow* sebagai pemoderasi pengaruh *earnings management* dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan.

Teori keagenan merupakan teori yang mendukung pengaruh *earnings management* dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Teori keagenan menggambarkan hubungan keagenan pihak *agent* dengan *principal*. *Agent* merupakan pihak yang diberikan kepercayaan dan wewenang untuk mengelola kekayaan yang dimiliki oleh *principal* serta mengambil setiap keputusan berdasarkan kepentingan pemegang saham. Sebagai *principal*, pemegang saham memiliki informasi yang lebih sedikit terkait kondisi perusahaan dibandingkan manajer. Pada kondisi yang kurang menguntungkan, informasi yang diberikan manajer cenderung tidak mencerminkan kondisi perusahaan sehingga dapat menyesatkan pihak-pihak yang berkepentingan. Tindakan yang dilakukan manajer adalah dengan berperilaku oportunistik, yaitu *earnings management* (manajemen laba).

*Earnings management* adalah tindakan menambah atau mengurangi laba yang disajikan dalam laporan keuangan. Praktik *earnings management* menimbulkan konflik keagenan yang dipicu oleh kepentingan yang berbeda antara *agent* dan *principal* (Vinola, 2008). Menurut Watt dan Zimmerman, 1986 (dalam Zuhri, 2011), motivasi yang mendorong manajer melakukan *earnings management* adalah hipotesis perencanaan bonus, yaitu motivasi untuk mendapatkan bonus berdasarkan laba yang dicapai. Berdasarkan hipotesis ini, manajer akan mendapatkan bonus apabila mampu mencapai target laba yang telah ditetapkan oleh pemegang saham. *Debt to covenant hypothesis* merupakan motivasi yang muncul ketika pihak manajer dan pemegang saham melakukan perjanjian yang berbasis pada kompensasi manajerial dan perjanjian hutang. *Political cost hypothesis* merupakan motivasi manajer dalam memanfaatkan kelemahan-kelemahan akuntansi untuk menyiasati berbagai peraturan pemerintah.

Scott (1997) dalam Zuhri (2011) menyebutkan terdapat empat teknik *earnings management*, yaitu: 1) *Taking A Bath*, merupakan teknik manajemen laba dimana biaya periode mendatang diakui pada periode berjalan. Teknik ini dilakukan dengan memilih kebijakan akuntansi yang tersedia untuk tujuan meningkatkan kesejahteraan pribadinya. 2) *Income maximization*, yaitu teknik memaksimalkan keuntungan yang diperoleh perusahaan agar menerima bonus yang lebih besar. Teknik *income maximization* biasanya dilakukan oleh perusahaan yang melanggar perjanjian hutangnya; 3) *Income minimization*, adalah teknik meminimumkan pendapatan dengan melakukan *write off*; 4) *Income smoothing*, yaitu teknik perataan laba yang menunjukkan *trend* pertumbuhan laba

stabil dengan meminjam penghasilan di masa mendatang ataupun dengan memilih metode akuntansi untuk menurunkan laba saat ini.

Hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan dapat dijelaskan dalam beberapa teori. Menurut Wiagustini (2014: 294-297), teori kebijakan dividen dapat dibedakan menjadi tiga yang memiliki pandangan berbeda terkait kebijakan dividen yang diambil terhadap kesejahteraan pemilik dan implikasinya pada nilai perusahaan. Perbedaannya, teori dividen tidak relevan oleh Miller & Modigliani menyebutkan bahwa ketika keputusan investasi dalam kondisi yang given, dividen yang didistribusikan tidak berpengaruh pada kemakmuran pemegang saham. Miller dan Modigliani (MM) juga menyebutkan bahwa *earning power* dari aset perusahaan. Sedangkan teori *bird in the hand* menyebutkan bahwa akan terjadi kenaikan biaya modal ketika terjadi penurunan pembayaran dividen, karena investor lebih suka pada pembagian berupa dividen dibandingkan *capital gain* (kenaikan nilai modal) atas laba yang diperoleh perusahaan. Dan teori *tax differential* oleh Lizenberger dan Ramaswamy (1979) menyatakan bahwa dalam kaitannya dengan pajak perseorangan, investor lebih tertarik pada pendapatan sudah dikurangi pajak, sehingga investor lebih menyukai penerimaan dalam bentuk *capital gains* yang tinggi dibandingkan dividen yang tinggi.

Arus kas yang tersedia di perusahaan merupakan salah satu sumber dana internal. Hal ini karena, arus kas positif yang dihasilkan perusahaan dapat dimanfaatkan untuk mendanai kegiatan perusahaan. Arus kas positif dari aktivitas operasi dapat menjamin kontinuitas perusahaan dalam jangka panjang dan dapat digunakan untuk mendanai rencana investasi maupun membayar dividen. Selisih



positif dari *cash flow from operation* disebut sebagai *free cash flow*. Menurut Jensen (1986) kelebihan arus kas dari pendanaan proyek dengan *net present value* positif disebut sebagai *free cash flow*.

Tingginya *free cash flow* dapat mendorong terjadinya perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal*. Hal ini karena manajer dikhawatirkan menggunakan tingginya *free cash flow* untuk kepentingan pribadinya dengan berinvestasi yang kurang menguntungkan (Smith dan Kim, 1994), sedangkan pemegang saham mengharapkan agar digunakan untuk pendistribusian dividen. Namun, apabila *free cash flow* perusahaan dibagikan sebagai dividen, maka dana di bawah kontrol manajemen akan berkurang dan kemampuan manajer untuk mendorong pertumbuhan perusahaan juga akan terbatas.

Berdasarkan teori agensi, pengaruh *earnings management* dinilai dapat menurunkan kepercayaan publik karena laporan keuangan yang mengandung praktik *earnings management* dapat menyesatkan para investor dalam menilai suatu perusahaan. Fernandes dan Ferreira (2007), Vilona (2008), Siallagan (2009), dan Devia (2014) juga menemukan pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan secara negatif dan signifikan. Sehingga, berikut hipotesis pertama penelitian ini.

H<sub>1</sub> : *Earnings management* berpengaruh negatif pada Nilai Perusahaan

Perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal* juga memengaruhi kebijakan dividen yang diambil perusahaan. Hal ini karena, pihak pemegang saham cenderung menginginkan agar laba yang diperoleh dibagikan dalam bentuk dividen sedangkan pihak manajemen cenderung ingin memperluas perusahaan

dari laba yang diperoleh. Oleh karena itu, hal tersebut dapat berpengaruh pada nilai perusahaan. Gordon dan Litner menemukan teori bahwa kepastian yang dimiliki dividen lebih tinggi dibandingkan *capital gain* sehingga investor lebih suka pada pengembalian berupa dividen tinggi dibandingkan *capital gain* yang disebut teori *bird in the hand*. Hal ini mendukung Septiadi (2010), Fenandar (2012), dan Kartikasari (2013) bahwa terdapat pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan secara positif signifikan. Sehingga, berikut hipotesis kedua penelitian ini.

H<sub>2</sub> : Kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan

Mardiyanto (2008:281) dalam Agustia (2013) mengungkapkan bahwa tingginya *free cash flow* yang tersedia dapat meminimalisir terjadinya praktik *earnings management*, karena perusahaan sudah mampu meningkatkan harga pasar sahamnya. Peningkatan harga saham ini mencerminkan adanya respon positif terhadap selisih positif kas perusahaan. Oleh karena itu, keberadaan *free cash flow* di perusahaan dapat menetralkan praktik *earnings management* sehingga akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Sehingga, berikut hipotesis ketiga penelitian ini.

H<sub>3</sub> : *Free cash flow* mampu memoderasi pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan

Dividen berupa dividen tunai yang didistribusikan kepada pemegang saham ditentukan dari ketersediaan kas berupa *free cash flow* di perusahaan (Sutrisno, dalam Rosdini, 2009). Jensen (1986) menyatakan arus kas bebas yang tersedia di perusahaan sebaiknya didistribusikan dalam bentuk dividen maupun

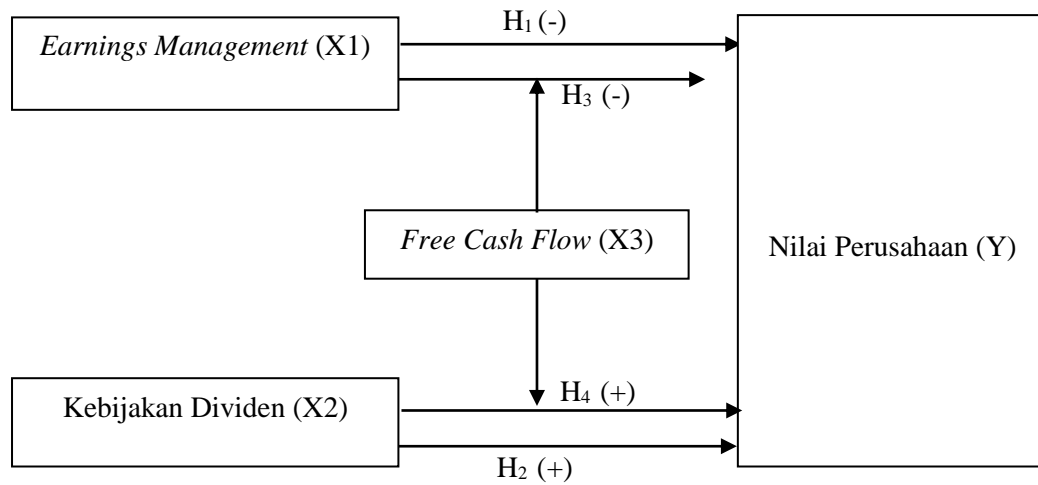
untuk melunasi hutang agar dapat terhindar dari tindakan manajer dalam berinvestasi yang memungkinkan hasil *net present value* negatif. Sehingga, tingginya *free cash flow* dalam perusahaan membuat manajer berada di bawah tekanan pemegang saham untuk membagikan kelebihan kas tersebut dalam bentuk dividen. Dengan kata lain, *free cash flow* yang tinggi akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang akan diambil perusahaan. Tingginya *free cash flow* di perusahaan mendorong tingginya pendistribusian dividen yang kemudian memengaruhi nilai perusahaan. Sehingga, berikut hipotesis keempat penelitian ini.

H<sub>4</sub> : *Free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan

## **METODE PENELITIAN**

Pendekatan kuantitatif asosiatif tipe kasual yang menunjukkan pengaruh *earnings management* (DA) pada nilai perusahaan (PBV), kebijakan dividen (DPR) pada nilai perusahaan (PBV), pengaruh *earnings management* (DA) pada nilai perusahaan (PBV) dengan dimoderasi oleh *free cash flow* (FCF), dan pengaruh kebijakan dividen (DPR) pada nilai perusahaan (PBV) dengan dimoderasi oleh *free cash flow* (FCF) dipilih dalam pendekatan desain penelitian.

Perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 tahun 2013 sampai tahun 2015 dipilih sebagai lokasi penelitian dan laporan keuangan yang dipublikasikan, terkait variabel *earnings management*, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan dipilih menjadi objek penelitian. Data kuantitatif sebagai data penelitian didapatkan dari sumber data sekunder.



**Gambar 1. Desain Penelitian**

Sumber: Data diolah, 2016

Variabel yang dipilih meliputi dua variabel eksogen, yaitu *earnings management* dan kebijakan dividen, satu variabel endogen, yaitu nilai perusahaan, dan satu *moderating* variabel, yaitu *free cash flow*. Nilai perusahaan merupakan suatu penilaian publik mengenai kinerja perusahaan dengan melihat harga saham perusahaan. Pengukuran nilai perusahaan menggunakan indikator *price to book value* (Mardasari, 2014) yaitu:

$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{\text{Harga Pasar Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}} \dots\dots\dots (1)$$

*Earnings management* yang dilakukan manajer dalam hal menambah atau mengurangi laba yang dilaporkan diproksikan dengan *Discretionary Accrual* (Dechow *et al.*, 1995) yaitu:

- a. Menghitung *total accrual*.

$$TAC = N_i - CFO_i \dots\dots\dots (2)$$

- b. Meregresi TAC.

$$TAC_i / A_{i,t-1} = \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (\Delta Rev_i / A_{i,t-1} - \Delta Rec_i / A_{i,t-1}) + \beta_3 (PPE_t / A_{i,t-1}) \dots (3)$$

- c. Menghitung *non discretionary accruals* dengan memasukkan koefisien regresi sebelumnya.

$$NDA_{it} = \beta_1 (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 (\Delta Rev_t / A_{i,t-1} - \Delta Rec_t / A_{i,t-1}) + \beta_3 (PPE_t / A_{i,t-1}) \dots \dots \dots (4)$$

- d. Menghitung *Discretionary Accrual (DA)*.

$$DA_{it} = TAC_{it} / A_{i,t-1} - NDA_{it} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan:

- $Dai_t$  = *Discretionary Accrual*
- $NDA_{it}$  = *Non discretionary accruals*
- $TAC_{it}$  = Total akrual
- $Ni_t$  = Laba bersih
- $CFO_{it}$  = *Cash flow from operation*
- $A_{i,t-1}$  = Total asset
- $\Delta Rev_t$  = Perubahan pendapatan
- $PPE_t$  = Aktiva tetap
- $\Delta Rec_t$  = Perubahan piutang

Kebijakan dividen merupakan kebijakan terkait pendistribusian laba kepada pemegang saham berupa dividen yang diprosikan dengan *Dividen Payout Ratio* (Budi, 2014) yaitu:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Per Lembar Saham}} \times 100\% \dots \dots \dots (6)$$

*Free cash flow* merupakan kelebihan arus kas bersih dari aktivitas operasi setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* yang positif.

*Free cash flow* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Cash flow from operations} - (\text{Net Capital Expenditure} + \text{Changes in Working Capital}) \dots \dots \dots (7)$$

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (8)$$

Keterangan:

- Cash flow from operations* = nilai bersih kenaikan/penurunan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan
- Net Capital Expenditure* = pengeluaran modal bersih

*Changing in Working Capital* = perubahan modal kerja  
= modal kerja akhir tahun-modal kerja awal tahun

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang tergabung di LQ45 *Indonesian Stock Exchange* untuk tahun 2013 sampai dengan 2015. Metode *non probability sampling* digunakan dalam proses penentuan sampel dengan teknik *purposive sampling*. Kriterianya meliputi: 1) Perusahaan secara berturut-turut terdaftar dalam LQ45 di *Indonesian Stock Exchange* periode 2013-2015; 2) Laporan keuangan perusahaan tersebut berakhir tanggal 31 Desember; 3) Membagikan dividen pada tahun 2013 sampai tahun 2015. Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah observasian dalam penelitian ini adalah 62 observasian. Akan tetapi, terdapat data *outlier* yang harus dikeluarkan dari pengamatan sejumlah 2 data observasian, sehingga total observasian menjadi 60.

Data penelitian dikumpulkan dengan metode observasi non partisipan. Uji Interaksi yaitu *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan dalam menganalisis data. Berikut model regresinya:

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 X_3 + \beta_5 X_2 X_3 + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (9)$$

Keterangan:

- Y = Nilai Perusahaan
- $\alpha$  = *Constant*
- $\beta$  = Koefisien regresi
- $\varepsilon$  = Standar *error*
- X<sub>1</sub> = *Earnings Management*
- X<sub>2</sub> = Kebijakan Dividen
- X<sub>3</sub> = *Free Cash Flow*

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam hasil dan pembahasan terdapat beberapa hasil. Proses penentuan sampel tercermin dalam Tabel 1. Berdasarkan Tabel 1 diperoleh jumlah sampel sebanyak 28 perusahaan dengan observasian sejumlah 62 observasian. Dalam proses mengolah data, diperoleh hasil yang mengidentifikasi adanya data *outlier* sebanyak 2 observasian sehingga jumlah observasian berkurang dari 62 observasian menjadi 60 observasian.

**Tabel 1.**  
**Proses dan Hasil Seleksi Sampel berdasarkan Kriteria**

No.	Keterangan	Jumlah	Akumulai
1.	Perusahaan yang secara berturut-turut terdaftar dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013 sampai tahun 2015.	28	84
2.	Perusahaan yang terdaftar tersebut tidak mempublikasikan laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember.	(0)	(0)
3.	Perusahaan yang terdaftar tersebut tidak membagikan dividen pada tahun 2013 sampai tahun 2015, yaitu:		
	a. 2013	(1)	(1)
	b. 2014	(4)	(4)
	c. 2015	(17)	(17)
<b>Jumlah observasian yang memenuhi kriteria selama periode 2013-2015</b>			<b>62</b>
<b>Jumlah data <i>outlier</i></b>			<b>(2)</b>
<b>Jumlah observasian setelah data <i>outlier</i></b>			<b>60</b>

Sumber: www.idx.co.id, data diolah, 2016

**Tabel 2.**  
**Hasil Uji Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	60	.0033	.4663	.036243	.0585798
DA	60	-.1033	.1951	.013192	.0568744
DPR	60	.0721	2.1099	.433295	.2906012
FCF	60	-.2460	.3293	-.058787	.0940567

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 2 diperoleh hasil *Price to Book Value* (PBV) sebagai indikator nilai perusahaan mencerminkan seberapa besar pasar menghargai saham

perusahaan di atas nilai bukunya. Mengacu pada hasil uji statistik deskriptif, didapatkan nilai minimal PBV sebesar 0.0033 dengan nilai maksimal sebesar 0.4663. Sedangkan *mean* PBV sebesar 0.036243 memiliki arti bahwa rata-rata harga pasar saham perusahaan sampel penelitian lebih tinggi 3.62% dari nilai bukunya.

*Discretionary Accruals* (DA) sebagai proksi variabel *earnings management* menunjukkan seberapa besar laba yang dilaporkan manajemen mengandung tindakan manajemen laba. Mengacu pada hasil uji statistik deskriptif, didapatkan nilai minimal DA sebesar -0.1033 dengan nilai maksimal sebesar 0.1951. Sedangkan *mean* DA sebesar 0.013192 memiliki arti bahwa rata-rata laba yang dilaporkan oleh perusahaan sampel hanya 1.32% yang mengandung tindakan manajemen laba.

*Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai proksi variabel kebijakan dividen menunjukkan seberapa besar dividen yang dibagikan dari jumlah laba bersih yang diperoleh perusahaan. Mengacu pada hasil uji statistik deskriptif, didapatkan nilai minimal DPR sebesar 0.0721 dengan nilai maksimal sebesar 2.1099. Sedangkan *mean* DPR sebesar 0.433295 menunjukkan bahwa dividen yang didistribusikan oleh perusahaan sampel rata-rata 43.33% dari jumlah laba bersih perusahaan.

*Free Cash Flow* (FCF) sebagai pengukuran dari variabel *free cash flow* menunjukkan rasio antara selisih arus kas perusahaan terhadap jumlah aset. Mengacu pada hasil uji statistik deskriptif, didapatkan nilai minimal FCF sebesar -0.2460 dengan nilai maksimal sebesar 0.3293. Sedangkan *mean* sebesar -0.058787 menunjukkan bahwa selisih arus kas yang dimiliki oleh perusahaan



sampel rata-rata mengalami penurunan sebesar 5.88% dari jumlah aktiva perusahaan.

Sebelum MRA, pengujian yang dilakukan terlebih dahulu agar model regresi yang dibuat bebas dari asumsi BLUE adalah uji asumsi klasik.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Normalitas**

	Unstandardized Residual
N	60
Kolmogorov-Smirnov Z	1.187
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.119

Sumber : Data diolah, 2016

Tabel 3 menunjukkan model regresi yang dibuat lolos uji normalitas karena data penelitian yang diuji memiliki nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* = 0.119 yang lebih besar dari  $\alpha = 0.05$  sehingga distribusi data adalah normal.

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.814	0.663	0.632	0.03553	2.157

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 4 nilai *Durbin-Watson* sebesar 2.157. Dalam penelitian ini jumlah observasiannya sebanyak 60 dengan 2 variabel eksogen, sehingga didapatkan nilai  $d_U = 1.652$  dan nilai  $4-d_U = 2.348$  yang dilihat berdasarkan tabel *Durbin-Watson*. Hasil analisis menunjukkan nilai *Durbin-Watson* = 2.157 lebih dari nilai  $d_U$  dan kurang dari nilai  $4-d_U$  sehingga tidak terdapat gejala autokorelasi dalam data pengamatan yang dipilih atau lolos uji autokorelasi.

Berdasarkan Tabel 5 masing-masing variabel memiliki nilai *Sig.* yang melebihi tingkat signifikansi 0.05 (5%). Hal tersebut dapat diartikan model regresi

yang dianalisis lolos uji heteroskedastisitas karena tidak mengandung gejala heteroskedastisitas.

**Tabel 5.**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Variabel	Sig.	Keterangan
DA	0.631	Bebas heteroskedastisitas
DPR	0.719	Bebas heteroskedastisitas
FCF	0.566	Bebas heteroskedastisitas
DA_FCF	0.739	Bebas heteroskedastisitas
DPR_FCF	0.134	Bebas heteroskedastisitas

Sumber: Data diolah, 2016

Selain lolos uji asumsi klasik, pengujian yang dilakukan sebelum uji regresi adalah pengujian kelayakan model regresi berikut.

**Tabel 6.**  
**Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F)**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0.134	5	0.027	21.276	0.000
	Residual	0.68	54	0.001		
	Total	0.202	59			

Sumber: Data diolah, 2016

Menurut Tabel 6 nilai F hitung = 21.276 dan signifikansi = 0.000 lebih rendah dari tingkat signifikansi 0,05 (5%). Maka dari itu, model yang dibuat layak untuk memprediksi. Sebelum melakukan regresi, agar mengetahui bagaimana pengaruh variabel eksogen pada variabel endogen secara individual dapat dilakukan uji parsial.

Berdasarkan Tabel 7 maka hasil uji t dapat diartikan sebagai berikut. Variabel *earnings management* ( $X_1$ ) yang diproksikan dengan *discretionary accruals* (DA) mempunyai t hitung sebesar (-0.3058) dengan tingkat signifikansi 0.003. Tingkat signifikansi sebesar 0.003 lebih rendah dari tingkat signifikansi

0.05, yang mempunyai arti *earnings management* ( $X_1$ ) secara individu berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan (Y).

**Tabel 7.**  
**Hasil Uji Parsial (Uji t)**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0.077	0.15		5.279	0.000
	DA	-0.408	0.133	-0.394	-3.058	0.003
	DPR	-0.098	0.029	-0.487	-3.422	0.001
	FCF	0.819	0.163	1.314	5.026	0.000
	DA_FCF	-5.763	0.932	-0.733	-6.182	0.000
	DPR_FCF	-1.790	0.312	-1.661	-5.736	0.000

Sumber: Data diolah, 2016

Variabel kebijakan dividen ( $X_2$ ) dengan melihat nilai DPR mempunyai t hitung sebesar (-3.422) dengan tingkat signifikansi 0.001. Tingkat signifikansi sebesar 0.001 lebih rendah dari tingkat signifikansi 0.05, yang mempunyai arti kebijakan dividen ( $X_2$ ) secara individu berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan (Y).

Variabel interaksi *earnings management* dengan *free cash flow* (DA\_FCF) mempunyai t hitung sebesar (-6.182) dan signifikansi 0.000. Nilai signifikansi sebesar 0.000 kurang dari tingkat signifikansi 0.05, yang mempunyai arti *free cash flow* ( $X_3$ ) mampu memoderasi pengaruh *earnings management* ( $X_1$ ) pada nilai perusahaan (Y).

Variabel interaksi kebijakan dividen dengan *free cash flow* (DPR\_FCF) mempunyai t hitung sebesar (-5.736) dan signifikansi 0.000. Nilai signifikansi sebesar 0.000 kurang dari tingkat signifikansi 0.05, yang mempunyai arti *free cash flow* ( $X_3$ ) mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen ( $X_2$ ) pada nilai perusahaan (Y).

**Tabel 8.**  
**Hasil Analisis Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.814	0.663	0.632	0.0355303

Sumber: Data diolah, 2016

Nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) yang tercantum dalam Tabel 8. pada bagian *R Square* diperoleh nilai 0.663 atau 66.3%. Nilai sebesar 66.3% menunjukkan bahwa *price to book value* (PBV) sebagai indikator nilai perusahaan (Y) dapat dipengaruhi oleh variabel *earnings management* (X<sub>1</sub>) dengan proksi *discretionary accruals*, kebijakan dividen (X<sub>2</sub>) dengan proksi *dividend payout ratio*, interaksi *earnings management* dengan *free cash flow*, dan interaksi kebijakan dividen dengan *free cash flow* sebesar 66.3%, sedangkan sisa sebesar 33.7% dipengaruhi oleh determinan lainnya yang tidak digunakan dalam model regresi.

**Tabel 9.**  
**Hasil Moderated Regression Analysis**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0.077	0.15		5.279	0.000
	DA	-0.408	0.133	-0.394	-3.058	0.003
	DPR	-0.098	0.029	-0.487	-3.422	0.001
	FCF	0.819	0.163	1.314	5.026	0.000
	DA_FCF	-5.763	0.932	-0.733	-6.182	0.000
	DPR_FCF	-1.790	0.312	-1.661	-5.736	0.000

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 9 persamaan regresi penelitian ini adalah:

$$Y = 0.077 - 0.408X_1 - 0.098X_2 + 0.819X_3 - 5.763X_1 X_3 - 1.790X_2 X_3 + \varepsilon_1$$

Berdasarkan Tabel 9 variabel *earnings management* yang diproksikan dengan *discretionary accrual* (DA) mempunyai koefisien regresi sebesar (-0.408)

dan  $t$  hitung sebesar (-3.058) dengan nilai signifikansi sebesar 0.003 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0.05). Artinya, *earnings management* berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan, sehingga  $H_1$  diterima. Koefisien regresi dengan arah negatif menjelaskan bahwa nilai *discretionary accrual* (DA) yang meningkat akan menurunkan *price to book value* (PBV) sebagai indikator nilai perusahaan. Hal ini mendukung penelitian Fernandes dan Ferreira (2007), Vinola (2008), Siallagan (2009), dan Devia (2014) yang menyebutkan bahwa *discretionary accruals* sebagai proksi *earnings management* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Schipper (2003) menyatakan bahwa intervensi kepada pihak eksternal terkait proses pelaporan keuangan untuk kepentingan pribadi *agent* adalah tindakan *earnings management*. Praktik *earnings management* dapat memicu adanya masalah keagenan dan dinilai dapat menurunkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan sehingga implikasinya nilai perusahaan menurun.

Berdasarkan Tabel 9 *dividend payout ratio* (DPR) sebagai indikator kebijakan dividen mempunyai koefisien regresi sebesar (-0.098) dan  $t$  hitung sebesar (-3.422) dengan nilai signifikansi sebesar 0.001 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0.05). Artinya, kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan, sehingga  $H_2$  ditolak. Koefisien regresi dengan arah negatif memiliki arti ketika nilai *dividend payout ratio* (DPR) meningkat, maka *price to book value* (PBV) sebagai indikator nilai perusahaan akan menurun. Hasil penelitian menolak teori *bird in the hand* yang dikemukakan oleh Gordon dan Litner bahwa investor lebih suka penerimaan yang tinggi dalam bentuk dividen

karena mengandung kepastian yang tinggi dibandingkan dengan *capital gain* sehingga dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan (Gordon, 1963 dalam Hermuningsih dan Wardani, 2009).

Hasil penelitian ini mendukung teori Lizenberger dan Ramaswamy (1979), yaitu *tax differential theory* yang menyatakan bahwa penerimaan berupa *capital gain* yang tinggi lebih disukai investor dibandingkan dividen yang tinggi karena pajak atas *capital gain* lebih rendah dari dividen. Hal ini menyebabkan publik memberikan respon negatif terhadap jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan dan berimplikasi pada penurunan harga pasar saham. Ketika harga pasar saham suatu perusahaan lebih kecil dari nilai bukunya, maka nilai perusahaan akan menurun.

Berdasarkan Tabel 9 variabel interaksi antara *earnings management* dan *free cash flow* (DA\_FCF) mempunyai koefisien regresi moderasi sebesar (-5.763) dan t hitung sebesar (-6.182) dengan nilai signifikansi sebesar 0.000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0.05). Artinya, *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan dengan arah negatif signifikan yang berarti H<sub>3</sub> dalam penelitian ini diterima. Arah negatif tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* memperlemah pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan. Karena, adanya *free cash flow* di perusahaan dapat memberikan sinyal positif mengenai prospek perusahaan sehingga disinyalir dapat menetralkan kekhawatiran publik mengenai praktik *earnings management*. Investor juga akan memberikan respon positif terhadap kelebihan kas yang dimiliki perusahaan (Mardiyanto, 2008:281 dalam Agustia, 2013). Tingginya *free*

*cash flow* di perusahaan cenderung membuat manajer tidak memainkan laba perusahaan, sebab tanpa melakukan tindakan *earnings management* perusahaan sudah mampu meningkatkan harga sahamnya. Ketika laporan keuangan perusahaan mengandung tindakan manajemen laba yang rendah, maka kualitas laba yang dilaporkan perusahaan tinggi. Hal ini akan direspon positif oleh para investor dan berdampak pada harga pasar saham perusahaan dan nilai perusahaan. Tersedianya *free cash flow* positif di perusahaan dapat mengurangi praktik *earnings management* sehingga kekhawatiran *stakeholders* dapat dinetralisir dan nilai perusahaan akan meningkat.

Berdasarkan Tabel 9 variabel interaksi antara kebijakan dividen dengan *free cash flow* (DPR\_FCF) memiliki koefisien regresi moderasi sebesar (-1.790) dan t hitung sebesar (-5.736) dengan nilai signifikansi sebesar 0.000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0.05). Hal ini mencerminkan *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan dengan arah negatif signifikan, sehingga H<sub>4</sub> dalam penelitian ini diterima. Arah negatif tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* memperlemah pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Artinya, *free cash flow* perusahaan lebih dipertimbangkan dibandingkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Sebab, peningkatan *free cash flow* perusahaan menunjukkan sehatnya perusahaan tersebut. Dengan tingginya *free cash flow*, perusahaan dapat meningkatkan keuntungan melalui kegiatan investasi pada proyek yang menghasilkan *return* positif. Investasi yang menguntungkan dapat dilakukan ketika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan. Ketika keuntungan yang akan

diperoleh atas investasi yang dilakukan tinggi, maka publik akan memberikan respon positif terhadap perusahaan yang berdampak pada peningkatan harga pasar perusahaan. Ketika harga pasar saham meningkat melebihi nilai bukunya, maka nilai perusahaan meningkat.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Hasil simpulan yang diperoleh adalah: 1) *Earnings management* berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan dengan arah negatif. Hal ini karena, investor maupun calon investor pada umumnya apriori terhadap perilaku manajer yang disinyalir melakukan praktik manajemen laba; 2) *Free cash flow* memperlemah pengaruh *earnings management* pada nilai perusahaan. Karena pada umumnya, kekhawatiran para investor maupun calon investor mengenai praktik *earnings management* dapat dinetralisir oleh *free cash flow* dalam perusahaan; 3) *Free cash flow* memperlemah pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Karena, para investor maupun calon investor yang cenderung tidak menyukai dividen lebih mempertimbangkan faktor *free cash flow* perusahaan dibandingkan jumlah dividen yang dibagikan.

Terdapat beberapa saran terkait penelitian, diantaranya: 1) Perusahaan LQ45 di *Indonesian Stock Exchange* sebaiknya menghindari praktik *earnings management* dan semaksimal mungkin meningkatkan kualitas laba operasional perusahaan; 2) Para investor dan calon investor diharapkan mampu menyimak laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan di *Indonesian Stock Exchange* agar mengetahui indikasi terjadinya *earnings management* serta mampu mengetahui kualitas laba perusahaan. Di samping itu, motivasi dalam berinvestasi



sebaiknya tidak semata-mata bersifat spekulatif, namun diupayakan agar lebih rasional dengan mempertimbangkan aspek fundamental perusahaan seperti hasil analisis rasio keuangan perusahaan terkait kebijakan yang diambil oleh perusahaan; 3) Penelitian selanjutnya diharapkan mampu memperluas objek penelitian baik dari segi bidang usaha, periode penelitian, maupun jumlah variabel penelitiannya.

## REFERENSI

- Andini, Ni W. L. dan Ni Gst. Pt. Wirawati. 2014. Pengaruh Cash Flow Pada Kinerja Keuangan Dan Implikasinya Pada Nilai Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 7 No. 1. pp: 107-121
- Bukit, Rina Br and Iskandar T. M., 2009. Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee, *Int. Journal of Economics and Management* Vol. 20 No. 3 pp: 204–223
- Chung, Richard, Michael Firth, Jeong-Bon Kim. 2005. Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitorin. *Journal of Business Research*. Vol. 11 pp: 766 –776
- Dechow, P. 1995. Accounting Earnings and Cash Flows as a Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics* Vol. 40 pp: 3-42
- Fernandes, Nuno dan Ferreira, Miguel A. 2007. The Evolution of Earnings Management and Firm Valuation: A Cross-Country Analysis. *Working Paper*. Vol. 1 No. 2 pp: 1-10
- Gordon, Myron J. 1963. Optial Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*
- Herawati, Titin. 2013. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen*. Vol. 2 No. 2
- Hermuningsih, Sri dan Dewi Kusuma Wardani. 2009. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 13, No. 2. Hal. 173-183

- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3 pp: 305-360
- Kouki, M., dan Guizani, M. 2009. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*. Vol.25 No.1 pp: 42-53.
- Lintner, Jon. 1956. Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*. Vol. 46 pp: 97-113
- Litzenberger, R.H. dan K. Ramaswamy. 1979. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*. Vol.7 pp: 163-195
- Mardasari, Rizky Budi. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen* Vol. 2 No. 4
- Mardiyati, Umi. Gatot Nazir Ahmad, Ria Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)* Vol. 3 No. 1.
- Miller, Merton H and Modigliani. 1951. Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares. *Journal of Business*. Vol. 34 pp: 411-433
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah dan Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance And Accounting*. Vol. 4 No. 11 pp: 120-130
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper In Accounting and Finance*. Department of Accounting, Padjadjaran University. pp: 2-9
- Ross, S. 1977. The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Vol. 8 No. 1 pp: 23-40
- Sari, Purnama dan Budiasih. 2016. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 15 No.3 pp: 2439-2466
- Sasongko. 2012. Analisis Pengaruh Arus Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen dan Leverage terhadap Nilai Pemegang Saham. *Jurnal Ilmiah Ranggading*. Vol. 12 No. 1 pp:72-81

- Schipper, Khaterine and Vincent L. 2003. Earnings Quality. *Accounting Horizons*. pp: 97-110
- Setiabudi, Andy dan Dian Agustia. 2012. Fundamental Factor of Firm Due to The Firm Value. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. Vol. 2 No. 12 pp: 12651-12659
- Sherly, Susanto dan Yulius Jogi Christiawan. 2016. Pengaruh Earnings Management terhadap Firm Value. *Business Accounting Review*. Vol. 4 No. 1
- Sitepu, Novi Rehulina. 2015. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Pada Tahun 2009-2013). *UAJY*. pp: 1-14
- Smith, Ruchard L dan Kim, Joo Hyun. 1994. The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack of Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*. Vol. 67 No. 2 pp: 281-310
- Wahyuni, Tri, Endang Ernawati, Werner R. Murhadi. 2013. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan di Sektor Property, Real Estate & Building Construction yang Terdaftar di BEI periode 2008-2010. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*. Vol. 2. No. 1 pp: 1-18
- Watt, R. L. dan Zimmerman, J.L. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. Engelwood Cliffs. NJ.