

# PENGARUH MASALAH KEAGENAN ALIRAN KAS BEBAS DAN KOMISARIS INDEPENDEN TERHADAP RELEVANSI NILAI INFORMASI AKUNTANSI

Aulia Fuad Rahman  
Rizka Fitriasaki

Universitas Brawijaya, Jl. MT. Haryono 165, Malang.  
E-mail: fuadrahman@yahoo.com

**Abstract:** *The effect of Free Cash Flow Agency Problem and Independent Board of Director on Accounting Information Value Relevance.* This study assesses the value relevance of earnings and book value and the effect of agency problem caused by FCF. Further, this study also investigates the role of independent board of director on the relationship between FCF agency problem and value relevance of accounting information. Results show that earnings and book value are value relevant and agency problem caused by FCF, reduces the value relevance of earnings. However, FCF agency problem does not have an impact on the value relevance of book value. The independent board of director does not seem to function well as a mitigating role to the negative impact of FCF agency problems.

**Abstrak:** *Pengaruh Masalah Keagenan Aliran Kas Bebas dan Komisaris Independen Terhadap Relevansi Nilai Informasi Akuntansi.* Penelitian ini mengkaji relevansi nilai earnings dan nilai buku serta pengaruh masalah keagenan yang disebabkan oleh FCF. Lebih lanjut, penelitian ini juga menginvestigasi peran komisaris independen atas hubungan antara masalah keagenan FCF dan relevansi nilai informasi akuntansi. Hasil menunjukkan bahwa earnings dan nilai buku memiliki relevansi nilai sedangkan masalah keagenan yang disebabkan FCF mengurangi relevansi nilai dari earnings. Walau demikian, masalah keagenan FCF tidak memiliki pengaruh pada relevansi nilai buku. Komisaris independen tidak secara nyata berfungsi sebagai pemitigasi dalam menangani pengaruh negatif masalah keagenan FCF.

**Kata Kunci:** *Value relevance, free cash flow agency problem, independent board of director.*

Aliran kas bebas (*free cash flow*, selanjutnya disingkat FCF) merupakan salah satu penyebab munculnya masalah keagenan. FCF merupakan kelebihan aliran kas dari yang dibutuhkan untuk mendanai seluruh proyek yang mendatangkan *net present value* (NPV) positif setelah didiskonto pada tingkat biaya modal (*cost of capital*) yang relevan. FCF berpotensi menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pemegang saham mengharapkan FCF didistribusikan sebagai dividen, sedangkan manajer cenderung untuk menginvestasikannya pada proyek baru. Manajer cenderung menginvestasikan FCF dalam proyek baru

karena jika manajer membagikan FCF kepada pemegang saham (melalui dividen atau pembelian kembali saham), sumber daya yang dikelola manajer akan berkurang. Hal ini akan menurunkan kekuasaan dan keleluasaan manajer dalam bertindak. Kecenderungan manajer untuk menginvestasikan FCF ke dalam proyek baru disebabkan manajer memiliki insentif untuk membuat perusahaan bertumbuh. Jika perusahaan bertambah besar, kekuasaan manajer atas sumber daya dan bonus juga akan meningkat (Jensen, 1986).

Lebih lanjut, Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer di perusahaan yang memiliki FCF tinggi tetapi berkesempatan tum-



buh rendah cenderung untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV yang kecil bahkan negatif. Chung *et al.* (2005) menyatakan bahwa proyek-proyek tersebut lebih banyak mendatangkan keuntungan kepada pribadi manajer. Situasi ini menyebabkan munculnya masalah keagenan aliran kas bebas (*free cash flow agency problem*, selanjutnya disebut masalah-keagenan-FCF)

Dalam kasus struktur kepemilikan perusahaan, Claessens *et al.* (2000) menemukan bahwa Indonesia merupakan salah satu negara dimana kepemilikan perusahaan banyak dibentuk melalui *pyramiding*. Kepemilikan perusahaan melalui *pyramiding* ini dapat menyebabkan pemisahan antara hak *cash flow* dan hak *voting*. Jika investor mayoritas memiliki hak *voting* yang lebih besar daripada hak *cash flow*, maka investor mayoritas tersebut memiliki insentif melakukan investasi yang suboptimal (Fauzias dan Bany, 2007). Kondisi tersebut memperbesar kemungkinan perusahaan-perusahaan di Indonesia terkena masalah-keagenan-FCF, karena investor mayoritas memiliki insentif menggunakan FCF untuk kepentingan pribadinya dan merugikan investor minoritas.

Oleh karena manajer pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF cenderung untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV yang *marginal* bahkan negatif dan kemudian melakukan kamufase dengan melakukan manajemen laba, maka diprediksi bahwa investor akan bereaksi dan kemudian tercermin pada harga saham. Dengan kata lain, masalah-keagenan-FCF diprediksi memiliki relevansi nilai dan mempengaruhi pertimbangan investor dalam menggunakan laba akuntansi dan nilai buku sebagai sumber informasi dalam pengambilan keputusan.

Keberadaan masalah-keagenan-FCF pada perusahaan-perusahaan yang memiliki FCF tinggi tetapi rendah kemungkinan bertumbuhnya telah ditemukan oleh beberapa peneliti (Gul dan Tsui, 1998; Chung *et al.*, 2005). Gul and Tsui (1998) menguji hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara masalah-keagenan-FCF dengan *fee audit*. Hal ini karena manajer pada perusahaan dengan masalah-keagenan-FCF terlibat dalam aktivitas yang merugikan pemegang saham, manajer tersebut berupaya untuk menyembunyikan dampak negatifnya dengan melakukan manipulasi akuntansi. Konsekuensinya, auditor bereaksi dengan menjustifikasi perusahaan tersebut

sebagai perusahaan yang berpotensi besar melakukan salah saji. Oleh karena itu, auditor akan bekerja lebih keras dan meminta fee yang lebih tinggi. Penjelasan senada juga disampaikan oleh Chung *et al.* (2005) yang mendapati bahwa manajer di perusahaan dengan masalah-keagenan-FCF memiliki insentif melakukan kamufase terhadap aktivitas yang merugikan dengan memperbesar laba melalui manajemen laba.

Kamufase laba melalui manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF diprediksi akan mengurangi relevansi nilai informasi akuntansi. Hal ini disebabkan karena manajemen laba dilandasi oleh motivasi oportunistis manajemen. Namun, penelitian terdahulu belum memberikan perhatian yang serius mengenai dampak masalah-keagenan-FCF terhadap korelevansi nilai informasi akuntansi. Oleh karena itu, penelitian ini berusaha untuk mengisi kesenjangan penelitian terdahulu tersebut dengan menginvestigasi dampak masalah-keagenan-FCF terhadap relevansi nilai informasi akuntansi. Lebih lanjut, penelitian ini juga bertujuan untuk menginvestigasi peran komisaris independen dalam hubungan antara masalah keagenan-FCF dan relevansi nilai informasi akuntansi. Investigasi ini penting dilakukan untuk menilai efektifitas komisaris independen. Jika komisaris independen terbukti dapat mengurangi dampak negatif masalah-keagenan-FCF dan meningkatkan relevansi nilai informasi akuntansi, maka hasil penelitian ini dapat mendukung pihak otoritas dalam mengimpose lebih jauh keberadaan komisaris independen di Indonesia.

Informasi akuntansi dikatakan memiliki relevansi nilai jika informasi tersebut memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar ekuitas (Hand, 2003). Penelitian relevansi nilai informasi akuntansi didesain untuk menjustifikasi apakah informasi akuntansi tertentu memiliki kandungan informasi yang kemudian digunakan oleh investor dalam menilai ekuitas perusahaan (Barth *et al.*, 2001). Relevansi nilai akuntansi dicirikan dengan kualitas informasi akuntansi (Lev, 1989), yaitu kemampuan informasi akuntansi tersebut untuk memprediksi jumlah, sifat, dan saat aliran kas di masa mendatang.

Model Ohlson (1995) digunakan secara meluas sebagai kerangka dalam melakukan penilaian terhadap relevansi nilai informasi akuntansi. Model ini menggambarkan nilai

ekuitas perusahaan sebagai fungsi dari laba dan nilai buku. Model Ohlson ini dapat dinyatakan dalam dua model, yaitu *price model* dan *return model*

Collins *et al.* (1997) melakukan investigasi terhadap relevansi nilai laba dan nilai buku dengan menggunakan *price model* untuk periode 1953-1993. Hasil penelitian Collins *et al.* tersebut menemukan bahwa kombinasi laba dan nilai buku memiliki relevansi nilai. Kerelevanan nilai laba dan nilai buku tersebut meningkat dari periode ke periode.

Bukti empiris selanjutnya disampaikan oleh Francis and Schipper (1999) yang melakukan penelitian terhadap relevansi nilai informasi akuntansi dengan menggunakan *price model* dan *return model* untuk periode 1952-1994. Mereka menemukan bukti bahwa relevansi nilai informasi akuntansi meningkat ketika menggunakan *price model* tetapi menurun ketika menggunakan *return model*. Penurunan relevansi nilai informasi akuntansi dengan menggunakan *return model* kemungkinan disebabkan oleh meningkatnya volatilitas return pasar selama periode penelitian. Lev dan Zarowin (1999) juga menginvestigasi relevansi nilai informasi akuntansi untuk periode 1977-1996 dengan menggunakan *price model* dan *return model*. Meskipun ditemukan bukti bahwa laba dan nilai buku memiliki relevansi nilai, terdapat penurunan relevansi nilai laba dan nilai buku dari periode ke periode dengan menggunakan dua model tersebut.

Kebanyakan penelitian yang menginvestigasi relevansi nilai laba dan nilai buku dilakukan dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan Amerika. Penggunaan data Indonesia dalam penelitian ini dapat memberikan peluang untuk menjeneralisasi hasil penelitian sebelumnya pada pasar modal yang berbeda. Dengan menggunakan *price model*, diprediksi bahwa laba dan nilai buku memiliki relevansi nilai.

Teori keagenan menyatakan bahwa semakin besar FCF, semakin besar pula kesempatan yang dimiliki manajer untuk menciptakan pengeluaran-pengeluaran yang bersifat pemborosan (Jensen, 1986). Jika tidak ada tindakan pengawasan yang efektif dari stakeholders, manajer pada perusahaan dengan FCF besar tetapi berpotensi tumbuh rendah cenderung untuk menginvestasikan dananya pada proyek-proyek dengan NPV yang *marginal* bahkan negatif (Gul, 2001). Perilaku manajer tersebut dikenal sebagai

*overinvestment problem* yang memicu munculnya masalah-keagenan-FCF.

Motivasi yang melandasi manajer berperilaku demikian dapat dijelaskan dengan melihat keuntungan pribadi yang bisa diperoleh manajer dari besarnya kekuasaan pengendalian sumber daya (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Keuntungan pribadi dari kekuasaan pengendalian sumber daya oleh manajer tersebut tidak dapat dialihkan kepada pihak lain. Sebagai contoh, manajer akan mendapatkan tambahan penghasilan (seperti bonus) dan meningkatnya reputasi sebagai manajer pada perusahaan besar. Secara umum, semakin besar tingkat kekuasaan manajer, semakin besar keuntungan pribadi yang dapat diperoleh.

Manajer pada perusahaan dengan masalah-keagenan-FCF bertendensi untuk menciptakan investasi yang tidak mendatangkan keuntungan kepada pemegang saham. Investasi yang tidak mendatangkan keuntungan ini pada akhirnya akan menyebabkan turunnya harga saham yang kemudian memicu tindakan pemegang saham untuk mengganti jajaran manajemen. Untuk menghindari penggantian jajaran manajemen, manajer mengkamuflese dampak negatif investasi yang merugikan tersebut melalui manajemen laba dengan tujuan meningkatkan laba akuntansi yang dilaporkan.

Chung *et al.* (2005) melakukan investigasi mengenai kewujudan insentif bagi manajer di perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF untuk meningkatkan laba akuntansi yang dilaporkan. Mereka mendapati bahwa perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF cenderung melakukan manajemen laba untuk meningkatkan laba akuntansi.

Hasil yang konsisten ditemukan oleh Gul dan Tsui (1998) serta Gul (2001). Gul dan Tsui (1998) mengkaji hubungan masalah-keagenan-FCF dengan fee audit. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa manajer pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF akan menutupi dampak negatif dari investasi yang merugikan tersebut dengan manipulasi akuntansi. Manipulasi yang dilakukan oleh manajer ini kemudian direspon oleh auditor dengan meminta *fee audit* lebih besar karena auditor akan bekerja lebih keras untuk menemukan salah saji dan pelanggaran-pelanggaran lainnya.

Gul (2001) menginvestigasi preferensi manajer pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF dalam memilih metoda

persediaan LIFO atau FIFO. Gul menemukan bukti bahwa manajer pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF cenderung melakukan aktivitas yang mengurangi nilai perusahaan (seperti berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif dan bertentangan dengan kepentingan pemegang saham). Manajer tersebut kemudian berupaya untuk meninggikan laba yang dilaporkan dengan cara memilih metoda FIFO, yang pada akhirnya akan mendapatkan kompensasi yang lebih tinggi.

Keputusan manajer untuk meninggikan laba akuntansi melalui manajemen laba akan mempengaruhi relevansi nilai informasi akuntansi. Hal ini didukung oleh penelitian Teoh *et al.* (1998a; 1998b) yang menemukan adanya reaksi negatif harga saham sebagai akibat dari manajemen laba. Dengan demikian, manajemen laba, sebagaimana ditunjukkan dengan tingginya tingkat akrual diskresionarian, dapat dijadikan indikator untuk menilai kualitas laba.

Karena perusahaan-perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF cenderung untuk mengkamufase laba akuntansi yang dilaporkan (yang secara tidak langsung, melalui mekanisme clean surplus, juga mempengaruhi nilai buku), maka diprediksi bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap informasi akuntansi yang dilaporkan tersebut. Akibatnya, relevansi nilai laba dan nilai buku akan berkurang (lebih kecil) pada perusahaan-perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki masalah-keagenan-FCF.

Keberadaan komisaris independen dapat digunakan sebagai salah satu cara untuk mengurangi masalah keagenan. Bukti empiris menunjukkan bahwa komisaris independen melindungi pemegang saham ketika terdapat masalah keagenan (Xie *et al.*, 2003). Komisaris independen, melalui pengetahuan yang mereka miliki dapat meningkatkan nilai perusahaan (Fama, 1980; Fama dan Jensen, 1983; Singh *et al.*, 2003). Selain itu, komisaris independen merupakan sarana yang lebih efektif dalam memonitor dan mendisiplinkan tindakan manajer (Coughlan dan Schimdt, 1985 serta Hermalin dan Weisbach, 1988 dalam Singh *et al.*, 2003).

Jika independensi dewan direksi melemah, maka ada kecenderungan meningkatnya moral hazard yang dilakukan oleh para direktur perusahaan untuk kepentingan pribadinya. Beasley (1996) menemukan

bukti bahwa kecurangan yang terjadi dalam laporan keuangan berhubungan positif dengan komisaris yang tidak independen. Hal ini diperkuat oleh Wedari (2004) yang menemukan bukti bahwa komisaris independen berpengaruh negatif terhadap discretionary accruals yang merupakan proksi perilaku oportunistik (kecurangan) manajer.

Wujudnya masalah-keagenan-FCF diprediksi memperlemah hubungan antara laba dan nilai buku terhadap harga saham (mengurangi relevansi nilai laba dan nilai buku). Namun, keberadaan komisaris independen diharapkan dapat mencegah perilaku oportunistik manajer di perusahaan yang mengalami masalah-keagenan-FCF, yang kemudian hal tersebut dapat meningkatkan relevansi nilai informasi akuntansi. Dengan demikian, diprediksi bahwa pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF, keberadaan komisaris independen akan meningkatkan relevansi nilai informasi akuntansi.

## METODE

Sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri manufaktur dari tahun 2005 sampai dengan 2009. Data penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu harga per lembar saham, laba per lembar saham, nilai buku ekuitas per lembar saham, laba operasi sebelum depresiasi, total pajak, biaya bunga, dividen saham preferen, dividen saham biasa, total aktiva pada awal tahun fiskal dan jumlah komisaris independen. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Indonesia.\

Variabel independen adalah harga per lembar saham. Harga ini merupakan harga saham penutupan tiga bulan setelah akhir tahun fiskal untuk setiap tahun pengamatan.

Variabel independen adalah laba per lembar saham dan nilai buku per lembar saham. Berdasarkan model Ohlson (1995), laba dan nilai buku merupakan informasi akuntansi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pasar perusahaan.

Variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah masalah-keagenan-FCF dan komisaris independen. Kedua variabel ini dipertimbangkan sebagai variabel moderasi karena diprediksi dapat mempengaruhi relevansi nilai informasi akuntansi, yaitu kondisi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan

antara laba dan nilai buku terhadap harga saham.

Masalah-keagenan-FCF merupakan variabel dummy, yaitu 1 untuk perusahaan yang memiliki FCF di atas median sampel dan kemungkinan bertumbuh (diproksikan dengan *price to book ratio* - PBR) di bawah median sampel untuk setiap tahun pengamatan) dan 0 untuk perusahaan yang tidak memiliki masalah-keagenan-FCF. Perusahaan dikatakan memiliki masalah-keagenan-FCF jika perusahaan tersebut FCF-nya tinggi tetapi kesempatan bertumbuhnya rendah. FCF diukur menggunakan ukuran yang dikembangkan oleh Lehn dan Poulsen (1989) yang juga digunakan oleh Gul dan Tsui (1998), Gul (2001) dan Chung *et al.* (2005), sebagai berikut:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / TA_{i,t-1} \quad (1)$$

dimana:

- FCF = aliran tunai kas bebas;
- INC = laba operasi sebelum depresiasi;
- TAX = total pajak;
- INTEXP = biaya bunga;
- PSDIV = dividen saham istimewa;
- CSDIV = dividen saham biasa;
- TA = total aktiva pada awal tahun fiskal.

Kesempatan bertumbuh diproksikan dengan *price to book ratio* (PBR). PBR yang tinggi mengindikasikan bahwa investor mempersepsikan perusahaan memiliki kesempatan bertumbuh yang tinggi. Dengan demikian, kesempatan bertumbuh diukur dengan rasio antara harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham seperti yang digunakan oleh Chung *et al.* (2005). PBR menunjukkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas dan nilai buku ekuitas. Perbedaan ini mencerminkan nilai kesempatan berinvestasi perusahaan di masa mendatang (Gul and Tsui, 1998). Semakin besar rasio ini, semakin besar nilai kesempatan bertumbuh.

$$PBR_{it} = \frac{PRICE_{it}}{BV_{it}} \quad (2)$$

dimana:

- PBR<sub>it</sub> = Harga per lembar saham dibagi dengan nilai buku per lembar saham (*price-to-book-ratio*) perusahaan i pada akhir tahun fiskal t.
- PRICE<sub>it</sub> = Harga saham per lembar perusa-

haan i pada akhir tahun fiskal t.

BV<sub>it</sub> = Nilai buku ekuitas per lembar saham perusahaan i pada akhir tahun fiskal t.

Pada dasarnya, penelitian ini menggunakan model Ohlson (1995) untuk menguji relevansi nilai laba dan nilai buku. Model ini telah banyak digunakan dalam penelitian-penelitian terdahulu (Landsman 1986, Barth 1991, Eccher *et al.* 1996, Burgstahler dan Dichev 1997, Collins *et al.* 1997).

Model regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 EARN_{it} + \delta_2 BV_{it} + \delta_3 FCFAP_{it} + \delta_4 KI_{it} + \delta_5 EARN_{it} * FCFAP_{it} + \delta_6 EARN_{it} * KI_{it} + \delta_7 BV_{it} * FCFAP_{it} + \delta_8 BV_{it} * KI_{it} + \delta_9 EARN_{it} * FCFAP_{it} * KI_{it} + \delta_{10} BV_{it} * FCFAP_{it} * KI_{it} + e_{it} \quad (3)$$

Di mana:

- P<sub>it</sub> = Harga saham perusahaan i pada tiga bulan setelah akhir tahun fiskal t.
- EARN<sub>it</sub> = Laba per lembar saham perusahaan i pada akhir tahun fiskal t.
- BV<sub>it</sub> = Nilai buku ekuitas per lembar saham perusahaan i pada akhir tahun fiskal t.
- FCFAP<sub>it</sub> = Masalah keagenan FCF perusahaan i pada akhir tahun fiskal t.
- KI<sub>it</sub> = Komisaris independen. Komisaris independen merupakan variabel dummy, yaitu 1 jika mayoritas anggota dewan komisaris berasal dari luar perusahaan, dan 0 jika sebaliknya.
- EARN<sub>it</sub>\*FCFAP<sub>it</sub> = Interaksi EARN dan FCFAP.
- EARN<sub>it</sub>\*KI<sub>it</sub> = Interaksi EARN dan KI.
- BV<sub>it</sub>\*FCFAP<sub>it</sub> = Interaksi BV dan FCFAP.
- BV<sub>it</sub>\* KI<sub>it</sub> = Interaksi BV dan KI.
- EARN<sub>it</sub>\*FCFAP<sub>it</sub>\* KI<sub>it</sub> = Interaksi EARN, FCFAP dan KI.
- BV<sub>it</sub>\*FCFAP<sub>it</sub>\* KI<sub>it</sub> = Interaksi BV, FCFAP dan KI.
- e<sub>it</sub> = Error term perusahaan i pada tahun t

Dugaan bahwa laba dan nilai buku berpengaruh positif terhadap harga saham (memiliki relevansi nilai) perlu didukung dengan koefisien regresi  $\delta_1$  dan  $\delta_2$  adalah positif dan signifikan pada level yang konvensional.

Koefisien  $\delta_1$  dan  $\delta_2$  secara berurutan menunjukkan relevansi nilai laba dan nilai buku ketika tidak terdapat masalah keagenan-FCF. Koefisien  $\delta_3$  menunjukkan relevansi nilai dari masalah keagenan-FCF. Koefisien  $\delta_4$  dan  $\delta_5$  secara berurutan menunjukkan pengaruh masalah keagenan-FCF terhadap relevansi nilai laba dan nilai buku. Berdasarkan penelitian sebelumnya, diprediksi bahwa  $\delta_4$  ( $\delta_5$ ) lebih kecil dari pada  $\delta_1$  ( $\delta_2$ ), yaitu relevansi nilai laba (nilai buku) akan melemah pada perusahaan-perusahaan yang memiliki masalah keagenan-FCF dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki masalah keagenan-FCF.

Pengujian terhadap lebih lanjut dimaksudkan untuk menguji efektifitas komisaris independen diantara perusahaan-perusahaan yang memiliki masalah keagenan-FCF. Koefisien  $\delta_6$  dan  $\delta_7$  secara berurutan menunjukkan relevansi nilai laba dan nilai buku perusahaan yang memiliki masalah keagenan-FCF tetapi tidak memiliki komisaris yang independen. Koefisien  $\delta_8$  dan  $\delta_9$  secara berurutan menunjukkan pengaruh komisaris independen terhadap relevansi nilai laba dan nilai buku di perusahaan-perusahaan yang memiliki masalah keagenan-FCF. Berdasarkan kajian penelitian sebelumnya, diprediksi bahwa  $\delta_8$  ( $\delta_9$ ) lebih besar daripada  $\delta_6$  ( $\delta_7$ ), yaitu relevansi nilai laba (nilai buku) lebih besar pada perusahaan yang memiliki masalah keagenan-FCF dan berkomisaris independen dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki masalah keagenan-FCF tetapi tidak berkomisaris independen.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini menjelaskan statistik deskriptif untuk variabel-variabel yang menjadi fokus kajian yang terdiri dari harga saham, laba, nilai buku ekuitas, aliran kas bebas, *price to book ratio* (PBR) dan komisaris independen. Hasil statistik deskriptif ini ditunjukkan pada tabel 1. Tabel 1 ini terdiri dari tiga bagian, yaitu: bagian A menampilkan statistik deskriptif untuk keseluruhan sampel ( $n = 423$ ), bagian B menampilkan statistik deskriptif untuk kelompok sampel yang memiliki masalah keagenan FCF ( $n =$

83) dan yang terakhir bagian C menampilkan statistik deskriptif untuk kelompok sampel yang tidak memiliki masalah keagenan FCF ( $n = 340$ ).

Untuk sampel secara keseluruhan (full sample – pada bagian A), rata-rata laba per lembar saham perusahaan-perusahaan adalah 253,79. Rata-rata laba per lembar saham (E) untuk sampel perusahaan yang memiliki masalah keagenan FCF (bagian B) ialah sebesar 62,15, lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata laba per lembar saham pada sampel perusahaan yang tidak memiliki masalah keagenan FCF (bagian C) yang menunjukkan nilai sebesar 296,57. Hal ini menunjukkan bahwa prestasi perusahaan yang tidak mengalami masalah keagenan FCF lebih besar dibandingkan dengan prestasi perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF.

Serupa dengan rata-rata laba per lembar saham, rata-rata harga saham per lembar untuk perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF (bagian B, 941,14) juga lebih kecil daripada rata-rata harga saham per lembar untuk perusahaan yang tidak mengalami masalah keagenan FCF (bagian C, 4.514,52). Ini menunjukkan bahwa nilai pasar pada perusahaan yang tidak mengalami masalah keagenan FCF adalah lebih besar dibandingkan dengan prestasi perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF.

Lebih lanjut, rata-rata nilai buku untuk perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF (bagian B, 904,11) lebih kecil dari pada rata-rata nilai buku untuk perusahaan yang tidak mengalami masalah keagenan FCF (bagian C, 1.893,19). *Price to book value ratio* (PBR), yang merupakan proksi kepada peluang pertumbuhan adalah lebih rendah pada perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF (panel B, 0,22) dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengalami masalah keagenan FCF (panel C, 2,74) meskipun rata-rata *free cash flow* (FCF) lebih besar pada perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF (panel B, 0,08). Ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF memiliki aliran kas bebas yang tinggi tetapi peluang pertumbuhannya rendah.

Pengujian normalitas data menunjukkan bahwa variabel harga saham (P) perlu untuk ditransformasi kedalam bentuk logaritma. Setelah harga saham ditransformasi, diperoleh nilai Kolmogorov-Smirnov yang

**Tabel 1**  
**Statistik deskriptif**

<b>BAGIAN A: FULL SAMPLE (n = 423)</b>						
	<b>P</b>	<b>EARN</b>	<b>BV</b>	<b>FCF</b>	<b>PBR</b>	<b>KI</b>
Mean	3.845,02	253,79	1.707,88	0,02	2,27	0,52
Median	440,00	20,00	364,88	0,03	0,94	0,50
Std Deviation	12.939,26	1.089,92	4.920,62	0,15	7,20	0,37
Minimum	25,00	-9.167,00	-7.355,47	-1,15	-24,19	0,00
Maximum	135.000,00	10.551,00	44.184,71	0,37	82,35	2,00
<b>BAGIAN B: FCF AGENCY PROBLEM FIRMS (n = 83)</b>						
	<b>P</b>	<b>EARN</b>	<b>BV</b>	<b>FCF</b>	<b>PBR</b>	<b>KI</b>
Mean	941,14	62,15	904,11	0,08	0,22	0,52
Median	330,00	17,00	577,15	0,07	0,53	0,50
Std Deviation	1.975,80	259,10	1.721,42	0,05	2,52	0,32
Minimum	30,00	-941,00	-3.750,59	0,01	-22,28	0,00
Maximum	15.450,00	977,00	8.065,78	0,34	1,13	1,50
<b>BAGIAN C: NO-FCF AGENCY PROBLEM FIRMS (n = 340)</b>						
	<b>P</b>	<b>EARN</b>	<b>BV</b>	<b>FCF</b>	<b>PBR</b>	<b>KI</b>
Mean	4.514,52	296,57	1.893,19	0,00	2,74	0,51
Median	465,00	20,50	343,25	0,02	1,20	0,50
Std Deviation	14.242,26	1.196,09	5.380,50	0,16	7,82	0,38
Minimum	25,00	-9.167,00	-7.355,47	-1,15	-24,19	0,00
Maximum	135.000,00	10.551,00	44.184,71	0,37	82,35	2,00

tidak signifikan sehingga menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian telah terdistribusi normal. Pengujian terhadap multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas menunjukkan tidak ada pelanggaran terhadap ketiganya.

Tabel 2 meringkas hasil penelitian. Dalam tabel tersebut terlihat bahwa koefisien laba ( $\delta_1 = 0,383$ ) dan nilai buku ( $\delta_2 = 0,180$ ) adalah positif signifikan pada  $p < 0,05$  dan  $p < 0,10$ . Ini menunjukkan bahwa laba dan nilai buku memiliki relevansi nilai.

Pengaruh masalah keagenan FCF terhadap relevansi nilai laba ditunjukkan oleh koefisien  $\delta_5 = -0,074$ . Koefisien tersebut menunjukkan hubungan yang negatif dan secara statistik tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa masalah keagenan FCF mengurangi relevansi nilai laba, yaitu laba yang semula berhubungan positif dan signifikan terhadap harga saham sebelum muncul masalah

keagenan FCF menjadi tidak berhubungan demikian setelah muncul masalah keagenan FCF. Pengaruh masalah keagenan FCF terhadap relevansi nilai dari nilai-buku sangatlah nyata. Ini ditunjukkan oleh koefisien  $\delta_7 = 0,243$  yang positif signifikan pada  $p < 0,01$ . Hasil ini lebih signifikan jika dibandingkan dengan koefisien  $\delta_2$ , yaitu sebelum adanya masalah keagenan FCF. Hal ini menunjukkan bahwa masalah keagenan FCF tidak menurunkan relevansi nilai dari nilai buku, tetapi justru malah meningkatkan relevansi nilai dari nilai buku.

Selanjutnya dilakukan perbandingan koefisien  $\delta_9$  dengan  $\delta_5$ . Tujuannya adalah untuk menguji apakah kewujudan komisaris independen pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF dapat meningkatkan hubungan antara laba dan harga saham. Pada tabel 2 ditunjukkan bahwa koefisien  $\delta_9$  adalah 0,017 dan tidak signifikan. Meski-

**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian**

$$\text{LNP}_{it} = \delta_0 + \delta_1 \text{EARN}_{it} + \delta_2 \text{BV}_{it} + \delta_3 \text{FCFAP}_{it} + \delta_4 \text{KI}_{it} + \delta_5 \text{EARN}_{it} * \text{FCFAP}_{it} + \delta_6 \text{EARN}_{it} * \text{KI}_{it} + \delta_7 \text{BV}_{it} * \text{FCFAP}_{it} + \delta_8 \text{BV}_{it} * \text{KI}_{it} + \delta_9 \text{EARN}_{it} * \text{FCFAP}_{it} * \text{KI}_{it} + \delta_{10} \text{BV}_{it} * \text{FCFAP}_{it} * \text{KI}_{it} + e_{it}$$

	<b>Koefisien</b>	<b>t</b>	<b>Sig.</b>
$\delta_1$	.383	2.493	.013
$\delta_2$	.180	1.655	.099
$\delta_3$	-.142	-3.390	.001
$\delta_4$	-.005	-.120	.905
$\delta_5$	-.074	-1.207	.228
$\delta_6$	-.177	-1.231	.219
$\delta_7$	.243	3.652	.000
$\delta_8$	.319	3.107	.002
$\delta_9$	.017	.154	.877
$\delta_{10}$	-.103	-.960	.337

pun koefisien tersebut adalah positif, yang menunjukkan adanya peningkatan relevansi nilai laba pada perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF ketika wujud komisaris independen, namun ketidaksignifikanan koefisien tersebut menyimpulkan bahwa kewujudan komisaris independen pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF tidak meningkatkan hubungan antara harga saham dan laba.

Perbandingan koefisien  $\delta_{10}$  dengan  $\delta_7$  bertujuan menguji apakah kewujudan komisaris independen pada perusahaan yang memiliki masalah-keagenan-FCF dapat meningkatkan hubungan antara nilai buku ekuitas dan harga saham. Pada tabel 2 ditunjukkan bahwa koefisien  $\delta_{10}$  adalah -0,103 dan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa relevansi nilai buku ekuitas pada perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF adalah menurun ketika wujud komisaris independen. Hasil ini bertentangan dengan prediksi.

## SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah laba dan nilai buku ekuitas memiliki relevansi nilai. Berdasarkan model Ohlson (1995), laba dan nilai buku ekuitas bisa mewakili informasi akuntansi. Selain itu, penelitian ini juga ingin membuktikan apakah masalah keagenan FCF dan komisaris independen berpengaruh terhadap relevansi nilai informasi akuntansi.

Hasil pengujian menunjukkan laba dan nilai buku ekuitas memiliki relevansi nilai. Ini bermakna bahwa informasi akuntansi yang diwakili oleh laba dan nilai buku ekuitas digunakan oleh investor sebagai dasar dalam membuat keputusan investasi (decision usefulness).

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa masalah keagenan FCF mengurangi relevansi nilai informasi laba. Masalah keagenan FCF memunculkan ketidakefisienan bagi perusahaan yang timbul dari adanya investasi yang tidak menguntungkan. Hal ini mengakibatkan nilai perusahaan semakin turun. Untuk mengkamufase dampak negatif dari investasi yang tidak menguntungkan tersebut, manajemen melakukan manajemen laba (Chung *et al.*, 2005). Oleh karena itu, hasil temuan penelitian ini memperkuat argumentasi bahwa investor akan bereaksi negatif terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF.

Walaupun bagaimanapun, relevansi nilai dari nilai buku ekuitas justru malah meningkat pada perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF. Hal ini mengimplikasikan bahwa investor beralih menggunakan informasi nilai buku ekuitas dari pada informasi laba ketika didapati perusahaan mengalami masalah keagenan FCF. Investor lebih menggunakan informasi nilai buku ekuitas dalam keputusan investasinya dari pada informasi laba ketika perusahaan tersebut



mengalami masalah keagenan FCF.

Terakhir, penelitian ini menyimpulkan bahwa komisaris independen belum dapat berperan dalam meningkatkan relevansi nilai informasi akuntansi untuk perusahaan yang mengalami masalah keagenan FCF. Hal ini mungkin disebabkan karena, meskipun mereka berasal dari luar perusahaan, proses pemilihan dan remunerasi komisaris independen belum memungkinkan mereka bekerja secara independen dalam rangka mengurangi dampak negatif masalah keagenan FCF.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Barth, M.E. 1991. *Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures*. *The Accounting Review*. 66. hal 433-463.
- Barth M. E., Beaver, W. H., and W. R, Landsman. 2001. *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*. *Journal of Accounting and Economics*. 31. hal 77-104.
- Burgstahler, D.C., Dichev, I.D. 1997. *Earnings, adaptation and equity value*. *The Accounting Review*. 72. hal 187-215.
- Chung, R., Firth, M. & Jeong-Bon Kim. 2005. *Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring*. *Journal of Business Research*, 58. hal 766- 776.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. 2000. *The separation of ownership and control in east Asian corporations*. *Journal of Financial Economics*. 58
- Collins, D.W., Maydew, E.L. and Weiss, I.S. 1997. *Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years*. *Journal of Accounting and Economics*. 24. hal 39-67.
- Eccher, E.A., Ramesh, K. dan S.R., Thiagarajan. 1995. *Fair value disclosures by bank holding companies*. *Journal of Accounting and Economics*, 22, hal 79-117.
- Fauzias, M.N. dan Bany. A. 2005. *Pyramiding effect on firm's investment decision among Malaysian distress companies*. *Corporate Ownership & Control*. Vol. 3. Issue 1. hal 163-172.
- Francis, J. and K. Schipper, 1999. *Have financial statements lost their relevance?*, *Journal of Accounting Research*. 37. hal 319-352.
- Gul, F.A. and S.L. Tsui. 1998. *A test of the free cash flow and debt monitoring hypothesis: evidence from audit pricing*. *Journal of Accounting and Economics*. 24. hal 219-237.
- Gul, F.A. 2001. *Free cash flow, debt-monitoring and managers' LIFO/FIFO policy choice*. *Journal of Corporate Finance*. 7. hal 475-492.
- Hand, J.R.M. 2003. *The value relevance of financial statements in private equity markets*. *Working Paper. Kenan-Flagler Business School, UNC Chapel Hill*.
- Jensen MC. 1986. *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*. *American Economic Review*. 76. hal 323- 329.
- Landsman, W. 1986. *An empirical investigation of pension fund property right*. *The Accounting Review*. 6. hal 662-691.
- Lehn, K. and Poulsen, A. 1989. *Free cash flow and stockholder gains in going private transactions*. *Journal of Finance*. 44. hal 771-787.
- Lev, B. and P. Zarowin. 1999. *The boundaries of financial reporting and how to extend them*. *Journal of Accounting Research*. 37. hal 353-385.
- Lev, B. 1989. *On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research*. *Journal of Accounting Research Supplement*. 27. hal 153-192.
- Ohlson, J. 1995. *Earnings, book values, and dividends in equity valuation*. *Contemporary Accounting Research*, 11. 2. hal 661-687.
- Singh, M., W.N. Davidson III. 2003. *Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms*. *Journal of Banking & Finance*. 27. hal 793-816.
- Stulz, R.M. 1990. *Managerial discretion and optimal financing policies*. *Journal of Financial Economics*. 26. hal 3- 27.
- Teoh, S.H., Welch, I., and T.J. Wong. 1998a. *Earnings management and the post-issue underperformance of seasoned equity offerings*. *Journal of Financial Economics*. 50. hal 63-99.
- Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. 1998b. *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*. *Journal of Finance*. 53. hal 1935-1974.

Xie, B., W.N. Davidson III, P.J. DaDalt. 2003.  
*“Earnings management and corporate govrenance: the role of the board and audit committee”*. *Journal of Corporate Finance* 9. hal 295-316.