PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP OVERINVESTMENT DENGAN KUALITAS AKRUAL SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

Oleh:

H. Isnurhadi, SE, MBA, PhD

Tertiarto Wahyudi, SE, MAFIS, Akt

PENELITIAN MANDIRI

Fakultas Ekonomi
Universitas Sriwijaya
2009

Abstract

The different objectives of shareholders and managers will be the source of conflict of interest between both parties. The conflict of interest and information asymmetry between shareholders and managers of positive free cashflow firms can lead to overinvestment when a manager seeks maximize his/her own interest. This study examines the extent of firm level overinvestment in Indonesia using the listed companies from Bursa Efek Indonesia as a sample. The test examines hor acconting quality play the role as a moderating variable for the influence of free casflow on overinvestment. The evidence suggest that free cashflow is positively influences overinvestment level. Furthermore, different from previous study, accounting information quality tends to have no strength to constrain overinvestment.

Keywords: free cashflow, overinvestment, accounting information quality

PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP OVERINVESTMENT DENGAN KUALITAS AKRUAL SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

oleh

ISNURHADI
TERTIARTO WAHYUDI

LATAR BELAKANG

Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Pemilik modal, sebagai pihak yang memberikan wewenang kepada manajemen untuk mengelola kekayaannya mempunyai kepentingan meningkatkan kesejahteraan dirinya melalui pembagian dividen atau kenaikan kinerja saham perusahaan. Di pihak lain, manajemen sebagai pihak yang diberi tanggung jawab untuk mengelola kekayaan perusahaan mempunyai kepentingan untuk meningkatkan kepentingan dirinya melalui peningkatan kompensasi.

Agency theory memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*. Pemegang saham sebagai pihak *principal* mengadakan kontrak untuk memaksimumkan kesejahteraan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat. Manajer sebagai *agent* termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologisnya antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman, maupun kontrak kompensasi. Masalah keagenan muncul karena adanya perilaku oportunistik dari *agent*, yaitu perilaku manajemen untuk memaksimumkan kesejahteraannya sendiri yang berlawanan dengan kepentingan *principal*. Manajer memiliki dorongan untuk memilih dan menerapkan metode akuntansi yang dapat memperlihatkan kinerjanya yang baik untuk tujuan mendapatkan bonus dari *principal*.

Hubungan antara pemilik dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan pemilik (*principal*). Dengan asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka dengan informasi asimetri yang dimilikinya akan mendorong manajer (*agent*) untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui pemilik (*principal*). Dalam kondisi yang asimetri tersebut, agen dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan, misalnya dengan cara melakukan manajemen laba.

Konflik kepentingan akan semakin besar ketika perusahaan mempunyai tingkat *free cashflow* yang tinggi, yakni *cashflow* yang melebihi dari yang dibutuhkan untuk aktivitas pemeliharaan aset dan investasi pada proyek-proyek dengan *Net Present Value* positif, yang tidak dibayarkan sebagai dividen. Hal ini akan menimbulkan potensi dana tersebut terbuang. Manager akan cenderung untuk melakukan pengeluaran investasi pada proyek investasi dengan tingkat pengembalian rendah (*low return projects*) bahkan dengan *Net Present Value* negatif hingga terjadi *overinvestment*.

Sebuah perusahaan dapat memanfaatkan dananya dalam berbagai cara. Perusahaan melakukan keputusan investasi jangka panjang mengenai apakah akan

memperluas bisnis yang ada, menciptakan bisnis baru, atau membeli perusahaan lain. Perusahaan juga dapat memutuskan investasi jangka pendek sehubungan dengan jumlah investasi kas, piutang, dan persediaan. Keputusan investasi yang tepat akan mempengaruhi pendapatan dan selanjutnya nilai perusahaan.

Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya.

Informasi akuntansi sebagai produk dari sistem akuntansi perusahaan merefleksikan status keuangan dan kinerja bisnis, serta memainkan peran penting dalam mengurangi asimetri informasi dan konflik pemilik-agen. Informasi akuntansi yang berkualitas juga memberikan informasi yang relevan kepada investor untuk membantu mereka membuat penilaian aset keputusan investasi yang tepat dan mengurangi kerugian akibat penilaian dan keputusan investasi yang tidak akurat.

Laporan keuangan adalah salah satu sumber informasi penting karena laporan keuangan dapat memberikan gambaran mengenai kondisi keuangan perusahaan pada saat tertentu, prestasi operasi dalam suatu rentang waktu, kinerja perusahaan serta informasi lainnya yang berkaitan dengan perusahaan yang bersangkutan. Ditinjau dari sudut pandang manajemen, laporan keuangan merupakan media bagi mereka untuk mengkomunikasikan performance keuangan perusahaan yang dikelolanya kepada pihak-pihak yang berkepentingan, sedangkan ditinjau dari sudut pandang pengguna laporan keuangan, informasi akuntansi diharapkan dapat digunakan untuk membantu dalam pengambilan keputusan yang rasional dalam praktek bisnis yang sehat.

Pelaporan keuangan merupakan salah satu bentuk pertanggungjawaban manajemen dalam pengelolaan sumber daya perusahaan terhadap berbagai pihak yang terkait dengan perusahaan selama periode tertentu. Menurut *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No.1, ada dua tujuan dari pelaporan keuangan, yaitu sebagai berikut: Pertama, memberikan informasi yang bermanfaat bagi investor, investor potensial, kreditor, dan pemakai lainnya untuk membuat keputusan investasi, kredit, dan keputusan serupa lainnya. Kedua, memberikan informasi tentang prospek arus kas untuk membantu investor dan kreditor dalam menilai prospek arus kas bersih perusahaan.

Keputusan-keputusan ekonomi yang akan diambil oleh para pemakai laporan keuangan membutuhkan evaluasi terlebih dahulu atas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (kas atau setara kas) serta kepastian dari hasil tersebut. Para pemakai laporan keuangan dapat mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas (dan setara kas) dengan lebih baik jika mereka mendapatkan informasi yang difokuskan pada posisi keuangan, laba, perubahan posisi keuangan, dan laporan arus kas perusahaan.

Berbagai penelitian di berbagai negara telah dilakukan dengan memfokuskan pada masalah *free cashflow*, *overinvestment*, kualitas informasi akuntansi, dan hubungan yang terjadi di antaranya. Sebagian besar menyatakan bahwa ketersediaan *free cashflow* pada perusahaan akan memicu terjadinya *overinvestment*, dimana manajer cenderung akan menginvestasikan kas tersebut meskipun pada investasi yang jelas-jelas tidak menguntungkan bagi perusahaan. Telah banyak dibuktikan juga dalam berbagai penelitian bahwa kualitas informasi akuntansi dapat memperlemah hubungan pengaruh antara *free cashflow* dengan *overinvestment*. Penelitian ini ingin melihat

peran kualitas informasi akuntansi dalam menekan *overinvestment* yang dilakukan manajemen terhadap *free cashflow* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan permasalahan yakni 'bagaimana pengaruh *free cashflow* terhadap *overinvestment*, dan bagaimana peran kualitas informasi akuntansi sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara kedua variabel tersebut'

Penelitian bertujuan untuk melihat apakah kualitas informasi akuntansi sebagai variabel moderator yang dapat memperlemah hubungan antara *free cashflow* dengan *overinvestment* juga berlaku pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, sebagaimana telah banyak diuji di berbagai negara.

TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan pustaka akan membahas mengenai Teori Keagenan, kualitas informasi akuntansi, serta *free cashflow* dan *overinvestment*.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Masalah agensi dikemukakan pertama kali oleh Fama (1986), yakni timbul karena pemisahan antara pemilik (*principal*) dan pengelola (*manager/agent*). Sebagai pengelola, agen dapat melakukan dua fungsi, yaitu : (1) sebagai *enterpreneur*, serta sebagai (2) *risk bearer/taker*. Yang dikhawatirkan dalam hal ini adalah agen dapat melakukan suatu tindakan tidak terpuji (*moral hazard*), yakni memanfaatkan fasilitas perusahaan, atau mengambil resiko berlebih demi kepentingan pribadi (atas biaya pemilik).

Untuk menghadapi perkembangan bisnis saat ini, pemilik perusahaan menghadapi permasalahan di dalam pengelolaan perusahaannya. Pemilik tidak dapat mengelola sendiri dan mendelegasikan tanggung jawabnya dalam mengelola perusahaan pada pihak kedua. Keputusan ini menyebabkan terjadinya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Pemisahan ini menyebabkan manajer cenderung bertindak tidak sesuai dengan keinginan prinsipal. Manajer membebankan biaya operasional kepada perusahaan sehingga menyebabkan terjadinya pengurangan keuntungan dan pembayaran dividen. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan ini disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*). Pemilik perusahaan mengendalikan konflik keagenan untuk menghindari permasalahan yang dapat menghambat kemajuan perusahaan. Permasalahan keagenan ditelusuri dari berbagai kondisi, seperti penggunaan *free cashflow* pada aktivitas yang tidak menguntungkan, peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *overinvestment* dan konsumsi keuntungan yang berlebihan (*consumption of excessive perquisites*) atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer.

Di dalam perusahaan besar konflik keagenan sering terjadi pada hubungan antara:

1. Pemegang saham dan manajer

Kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Manajer tidak dapat mempengaruhi persentase saham yang dimiliki oleh institusi tetapi kepemilikan institusional berpengaruh dalam menentukan kepemilikan manajerial maupun penggunaan hutang. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan aktivitas manajer diawasi secara optimal

sehingga bertindak sesuai keinginan pemegang saham. Pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar tanpa mengetahui seluk beluk perusahaan itu terlebih dahulu. Pada kepemilikan tersebar, konflik keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Kepemilikan saham 5% menyebabkan pemegang saham menyerahkan wewenang pengambilan keputusan kepada manajer, sehingga timbul konflik antara para pemegang saham dengan dewan komisaris perusahaan yang biasanya disebut konflik keagenan: Adanya konflik keagenan antara pemegang saham dan komisaris akan mempengaruhi kinerja perusahaan dan manajer menuntut kompensasi yang tinggi. Semakin tinggi konflik keagenan maka kinerja perusahaan semakin kurang baik, sehingga perlu dilakukan upaya untuk menekan adanya konflik keagenan dengan menetapkan kebijakan dividen yang lebih baik.

2. Manajer dan kreditor

Untuk meningkatkan skala produksi, maka manajer memutuskan untuk menambah hutang pada bank, dimana manajer diberi kuasa untuk memutuskan hutang oleh pemilik perusahaan. Penggunaan hutang diharapkan mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi biaya keagenan ekuitas. Penggunaan hutang menyebabkan manajer bekerja keras meningkatkan laba untuk melunasi hutang dan biaya bunga. Penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Kebijakan hutang tinggi yang dilakukan oleh manajer menyebabkan terjadinya konflik antara manajer dan komisaris. Hal ini karena hutang yang tinggi konsekuensinya perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan. Untuk mengurangi biaya keagenan atau *agency cost* diperlukan adanya pembayaran dividen. Akan tetapi pembayaran dividen ini akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran dividen akan mengurangi *cashflow* perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan seperti hutang pada bank atau dengan menerbitkan saham untuk memperoleh dana dari masyarakat. Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan tersebut disebut biaya keagenan, seperti: pengeluaran monitoring oleh pihak prinsipal, pengeluaran kontrak (*bonding*) oleh pihak manajer dan kerugian residu (*residual loss*). Dividen diharapkan mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena rasio pembayaran dividen (*Dividen Payout Ratio*) besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru serta kinerja manajer diawasi oleh bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru sehingga manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham.

Konflik keagenan akan menyebabkan adanya asimetri informasi, yaitu suatu kondisi apabila pemilik/atasan tidak mempunyai informasi yang cukup mengenai kinerja *agent*/bawahan sehingga atasan tidak dapat menentukan kontribusi bawahan terhadap hasil aktual perusahaan. Kondisi ketidakpastian lingkungan dapat menyebabkan informasi bawahan terhadap bidang teknisnya melebihi informasi yang dimiliki atasannya.

Terdapat dua macam asimetri informasi yaitu:

1. *Adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan

dibandingkan investor pihak luar, dan fakta yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tersebut tidak disampaikan informasinya kepada pemegang saham.

2. *Moral hazard,* yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan.

Asimetri informasi terjadi karena manajer lebih superior dalam menguasai informasi dibanding pihak lain (pemilik atau pemegang saham). Asimetri informasi antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) memberikan kesempatan kepada manajer untuk bertindak oportunis, yaitu memperoleh keuntungan pribadi. Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan.

Pihak pemilik dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada manajer dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah *hazard* dari manajer. Biaya-biaya tersebut disebut sebagai biaya keagenan atau *agency cost*. Ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*, diantaranya adalah **pertama,** dengan meningkatkan kepemilikan dari dalam (*insider ownership*) atau kepemilikan manajerial. Menurut Jensen (1986) penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. **Kedua**, dengan menggunakan kebijakan hutang. Easterbrook (1984) berargumen bahwa pemegang saham akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen namun bila biaya *monitoring* tersebut terlalu tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau *bondholders*) untuk membantu mereka melakukan *monitoring*. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. **Ketiga,** melalui peningkatan *Dividend Payout Ratio (DPR)* atau rasio dividen terhadap laba bersih. Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* bagi manajemen. **Keempat,** dengan cara mengaktifkan monitoring melalui investor-investor institusional. Adanya kepemilikan oleh *institutional investor* seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

Kualitas Informasi Akuntansi

Tujuan laporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi tentang posisi keuangan (neraca), kinerja (laporan laba rugi), dan perubahan posisi keuangan (laporan arus kas) suatu perusahaan; informasi ini harusnya bermanfaat bagi para

pengguna yang bermaksud mengambil keputusan ekonomi. Untuk memfasilitasi tujuan tersebut, Standar Akuntansi Keuangan (SAK) menetapkan suatu kriteria yang harus dimiliki informasi akuntansi agar dapat digunakan dalam proses pengambilan keputusan. Kriteria utama adalah relevan dan reliable. Informasi akuntansi dikatakan relevan apabila dapat mempengaruhi keputusan dengan menguatkan atau mengubah pengharapan para pengambil keputusan, dan informasi tersebut adalah reliabel apabila dapat dipercaya dan menyebabkan pemakai informasi tergantung dengan informasi tersebut.

Keandalan menurut Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) adalah informasi memiliki kualitas andal jika bebas dari pengertian yang menyesatkan, kesalahan material, dan dapat diandalkan pemakainya sebagai penyajian yang tulus atau jujur (*faithful representation*) dari yang seharusnya disajikan atau yang secara wajar diharapkan dapat disajikan (IAI, 2002). Keandalan informasi keuangan yaitu kualitas informasi keuangan dikatakan andal apabila telah dapat mengungkapkan informasi yang materiil secara lengkap, dan akurat mencakup dimensi penting yang relevan dari kejadian esensial. Di samping itu, telah diproses sesuai dengan prinsip/standar yang berlaku umum, dapat diuji kebenarannya, dan bebas, baik dari bias pribadi maupun bawaan.

Informasi akuntansi berperan untuk mengatur sumber daya yang dialoakasikan kepada alternatif yang dipilih dan memantau konsumsi sumber daya yang digunakan dalam pelaksanan alternatif yang diputuskan untuk dijalankan. Sejauh ini laporan keuangan, khususnya neraca dan laporan laba/rugi masih diyakini sebagai alat yang andal bagi para pemakainya untuk mengurangi risiko ketidakpastian dalam pengambilan keputusan-keputusan ekonomi. Karena pernyataan akuntansi merupakan sumber informasi utama mengenai kinerja perusahaan yang tersedia bagi pihak luar, maka kualitas informasi tersebut harus benar-benar mencerminkan keadaan keuangan dan kinerja perusahaan.

Dalam literatur akuntansi, terdapat berbagai ukuran kualitas informasi akuntansi. Sebelumnya, literatur akuntansi memfokuskan pada manipulasi manajer dan manajemen laba (*manager manipulation and earnings management*) sebagai penyebab utama menurunnya kualitas informasi akuntansi. Asimetri informasi yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham sebagai pengguna laporan keuangan menyebabkan pemegang saham tidak dapat mengamati seluruh kinerja dan prospek perusahaan secara sempurna. Dalam situasi dimana pemegang saham memiliki informasi yang lebih sedikit dari manajer, manajer dapat memanfaatkan fleksibilitas yang dimilikinya untuk melakukan manajemen laba. Manajemen dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengungkapan informasi tambahan dalam laporan keuangan namun peningkatan pengungkapan laporan keuangan akan mengurangi asimetri informasi sehingga peluang manajemen untuk melakukan manajemen laba semakin kecil. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba dan kualitas laporan keuangan memiliki hubungan yang negatif. Perusahaan yang melakukan manajemen laba akan mengungkapkan lebih sedikit informasi dalam laporan keuangan agar tindakannya tidak mudah terdeteksi.

Perilaku manajemen laba dapat dijelaskan melalui *Positive Accounting Theory (PAT)* dan *Agency Theory*. Tiga hipotesis PAT yang dapat dijadikan dasar pemahaman tindakan manajemen laba yang dirumuskan oleh Watts and Zimmerman (1986) sebagaimana dikutip dalam Halim, Meiden, dan Tobing (2005) adalah :

a. *The Bonus Plan Hypothesis*

Pada perusahaan yang memiliki rencana pemberian bonus, manajer perusahaan akan lebih memilih metode akuntansi yang dapat menggeser laba dari masa depan ke masa kini sehingga dapat menaikkan laba saat ini. Hal ini dikarenakan manajer lebih menyukai pemberian upah yang lebih tinggi untuk masa kini. Dalam kontrak bonus dikenal dua istilah yaitu *bogey* (tingkat laba terendah untuk mendapatkan bonus) dan *cap* (tingkat laba tertinggi). Jika laba berada di bawah *bogey*, tidak ada bonus yang diperoleh manajer sedangkan jika laba berada di atas *cap*, manajer tidak akan mendapat bonus tambahan. Jika laba bersih berada di bawah *bogey*, manajer cenderung memperkecil laba dengan harapan memperoleh bonus lebih besar pada periode berikutnya, demikian pula jika laba berada di atas *cap*. Jadi hanya jika laba bersih berada di antara *bogey* dan *cap*, manajer akan berusaha menaikkan laba bersih perusahaan.

b. *The Debt to Equity Hypothesis* (*Debt Covenant Hypothesis*)

Pada perusahaan yang mempunyai rasio *debt to equity* tinggi, manajer perusahaan cenderung menggunakan metode akuntansi yang dapat meningkatkan pendapatan atau laba. Perusahaan dengan rasio *debt to equity* yang tinggi akan mengalami kesulitan dalam memperoleh dana tambahan dari pihak kreditor bahkan perusahaan terancam melanggar perjanjian utang.

c. *The Political Cost Hypothesis* (*Size Hypothesis*)

Pada perusahaan besar yang memiliki biaya politik tinggi, manajer akan lebih memilih metode akuntansi yang menangguhkan laba yang dilaporkan dari periode sekarang ke periode masa mendatang sehingga dapat memperkecil laba yang dilaporkan. Biaya politik muncul dikarenakan profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat menarik perhatian media dan konsumen.

Literatur yang lebih baru menekankan pada ketidakpastian mengenai fundamental operasi perusahaan (*uncertainty about operating fundamentals*), seperti ukuran perusahaan, panjangnya siklus operasi, frekuensi laba negatif dan *accruals* sebagai penyebab utama menurunnya kualitas informasi akuntansi. Penelitian ini mengikuti literatur akuntansi keuangan yang lebih baru dan lebih banyak dipakai dalam penelitian-penelitian terdahulu yakni dengan ukuran *accruals*. *Accruals* adalah penyesuaian akuntansi terhadap arus kas dari aktivitas operasi perusahaan yang mengubah arus kas menjadi laba akuntansi (Lee dan Masulis, 2008). Berbagai penelitian telah menggunakan model *accruals* untuk menyelidiki manipulasi terhadap *accruals* untuk mencapai tujuan manajemen laba (Dechow dan Dichev, 2002).

Dasar akrual dalam laporan keuangan memberikan kesempatan kepada manajer untuk memodifikasi laporan keuangan untuk menghasilkan jumlah laba (*earnings*) yang diinginkan. Standar Akuntansi Keuangan juga memberikan keleluasaan kepada manajer untuk memilih metode akuntansi dalam menyusun laporan keuangan. Deteksi atas kemungkinan dilakukannya manajemen laba dalam laporan keuangan secara umum diteliti melalui penggunaan akrual. Jumlah akrual yang tercermin dalam penghitungan laba terdiri dari *discretionary accruals* dan *nondiscretionary accruals*. *Nondiscretionary accruals* merupakan komponen akrual yang terjadi seiring dengan perubahan dari aktivitas perusahaan dan *discretionary accruals* merupakan komponen akrual yang berasal dari *earnings management* yang dilakukan manajer.

Laba akrual didasarkan pada dua prinsip akuntansi, yakni pengakuan pendapatan dan prinsip penandingan. Prinsip pengakuan pendapatan meminta perusahaan untuk mengakui pendapatan ketika telah melaksanakan semua atau satu bagian substansial dari jasa-jasa yang harus diberikan dan penerimaan kas dari

transaksi tersebut adalah pasti. Prinsip penandingan meminta perusahaan untuk mengakui semua biaya yang terkait dengan pendapatan dalam periode yang sama di mana pendapatan diakui.

Free cashflow* dan *Overinvestment

Salah satu tujuan utama dari pelaporan arus kas adalah memberikan informasi yang akan : (1) membantu investor atau kreditor meramalkan jumlah kas yang mungkin mereka terima dalam bentuk dividen, bunga dan pembayaran kembali utang pokok, (2) membantu mereka mengevaluasi resiko yang mungkin terjadi (Libby, Libby, dan Short, 2007).

Perusahaan melaporkan arus kas masuk dan arus kas keluar dari periode ke periode dalam laporan arus kas mereka. Laporan ini membagi semua transaksi yang mempengaruhi kas ke dalam tiga kategori: operasi, investasi, dan pendanaan. Aktivitas investasi mencakup pembelian dan penjualan aset tidak lancar dan investasi; aktivitas pendanaan mencakup peminjaman dan pembayaran kembali utang termasuk pinjaman bank jangka pendek, penerbitan dan pembelian kembali saham perusahaan, dan pembayaran dividen. Jika transaksi tersebut melibatkan kas, maka transaksi tersebut akan dilaporkan dalam laporan arus kas.

Mendefinisikan *free cashflow* bukanlah tugas yang mudah karena terdapat banyak ukuran berbeda yang secara umum disebut sebagai arus kas bebas (*free cashflow*).

Discretionary *free cashflow* (arus kas bebas diskrit) adalah kas yang tersedia untuk tujuan yang bersifat opsional/diskrit. Menurut definisi ini, *free cashflow* adalah kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi dikurangi dengan pengeluaran modal yang diperlukan untuk mempertahankan tingkat operasi sekarang. Setiap kelebihan arus kas dapat digunakan untuk tujuan diskrit (seperti untuk membayar dividen, melunasi utang, meningkatkan solvabilitas, atau memperluas dan meningkatkan usaha).

Arus kas bebas yang tersedia untuk pemilik, mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemiliknya. Dalam kaitan ini, seluruh kas yang digunakan untuk aktivitas investasi (pengeluaran modal, akuisisi, dan investasi jangka panjang) dikurangkan dari kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi. Akibatnya, definisi ini menyatakan bahwa perusahaan harus mampu membayar dividen dengan menggunakan kas dari operasi, yang tersisa setelah perusahaan melakukan investasi yang dipandang perlu oleh manajemen untuk mempertahankan dan meningkatkan operasinya saat ini.

Aliran kas internal yang tinggi akan menghasilkan aliran kas yang melebihi kebutuhan (*excess cash flow*). Kelebihan aliran kas ini dapat digunakan secara bebas oleh manajer. Manajer dapat menggunakan kelebihan aliran kas untuk pembayaran dividen, pembayaran utang, investasi berlebihan (*overinvestment*), atau konsumsi berlebihan (*excessive perquisities*). Pembayaran dividen dan utang akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan kreditur. *Overinvestment* dan konsumsi berlebihan akan menurunkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Oleh karena itu, peningkatan kelebihan aliran kas akan meningkatkan biaya pengawasan yang dipikul pemegang saham (Jensen, 1986). Peningkatan aliran kas bebas akan memicu konflik antara manajer dengan pemegang saham. Teori keagenan menjelaskan bahwa peningkatan konflik antara manajer dengan pemegang saham menimbulkan biaya keagenan (pengawasan) [Jensen and Meckling, 1976]. Pemegang

saham dapat mengurangi biaya pengawasan ini dengan cara menggeser kepada kreditur (*debt monitoring*). Peningkatan kelebihan aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham untuk meningkatkan utang. Namun, peningkatan pendanaan utang bisa menjadi insentif bagi manajer untuk melakukan *overinvestment* (investasi melebihi ukuran optimal). Manajer memiliki motivasi untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Peningkatan ukuran perusahaan akan meningkatkan gaji dan tunjangan manajer.

Investasi dapat diartikan sebagai pengeluaran atau penanaman modal bagi perusahaan untuk membeli barang modal dan perlengkapan produksi untuk menambah kemampuan produksi barang dan jasa dalam perekonomian. Pertambahan jumlah barang modal memungkinkan perekonomian tersebut menghasilkan lebih banyak barang dan jasa di masa yang akan datang. Salah satu tugas utama di dalam persoalan kebijaksanan investasi adalah melakukan estimasi terhadap pengeluaran dan penerimaan uang yang akan diterima dari investasi tersebut pada waktu yang akan datang. Perhitungan terhadap nilai investasi dengan nilai penerimaan di masa depan (*future cash flow*) ini akan dapat dipakai sebagai pedoman kebijaksanaan investasi tersebut. Hasil perbandingan itu akan merupakan informasi bagi kita untuk menilai ekonomis tidaknya suatu rencana investasi tertentu. Penilaian dengan perbandingan kedua hal tersebut amat penting karena perusahaan menginvestasikan uang sekarang dengan harapan dapat memperoleh uang yang lebih besar jumlahnya di masa depan.

Keputusan investasi tergantung pada *expected present value of future profits* (per unit of capital). Semakin tinggi *current or expected profits*, semakin tinggi nilai sekarang yang diharapkan (*expected present value*) dan semakin tinggi tingkat investasi. Semakin tinggi *current or expected real interest rates*, semakin rendah nilai sekarang yang diharapkan (*expected present value*) dan semakin rendah tingkat investasi. keputusan investasi juga harus mempertimbangkan dividen perusahaan. Secara umum, perusahaan dengan peluang investasi yang unggul sebaiknya menetapkan rasio pembayaran dividen tunai yang lebih rendah, yang berarti menahan lebih banyak laba, daripada perusahaan dengan peluang investasi yang lemah. Tingkat ketidakpastian juga mempengaruhi keputusan. Jika ada ketidakpastian yang besar dalam ramalan *free cashflow*, maka yang terbaik adalah bersikap konservatif dan menetapkan dividen tunai yang rendah.

Dalam pasar sempurna, tidak ada hubungan antara aktivitas investasi perusahaan dengan *cashflow*. Jika perusahaan membutuhkan kas tambahan untuk membiayai aktivitas investasinya, perusahaan akan mendapatkan dari pihak eksternal. Jika perusahaan mempunyai kelebihan kas maka *free cashflow*-nya akan didistribusikan ke pasar eksternal. Namun realitas yang sesungguhnya terjadi tidaklah demikian. Terdapat berbagai pergeseran yang mengganggu kemampuan manajemen untuk meningkatkan kas dari pasar eksternal. Lebih lanjut, terdapat biaya-biaya transaksi sehubungan dengan monitoring manajemen untuk memastikan bahwa *free cashflow* telah benar-benar didistribusikan ke pasar eksternal. Pada equilibrium, pergeseran pasar modal ini dapat mendorong adanya hubungan positif antara aktivitas investasi perusahaan dengan *cashflow* (Richardson, 2006).

Kebijakan pendanaan sehubungan dengan kesempatan investasi, pada umumnya merupakan hasil negosiasi terhadap problem *underinvestment* dan *overinvestment*. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan kegiatan investasi, memiliki *free cash flow* dan *assets in place*

yang rendah (Jensen, 1986). Dalam kondisi ini perusahaan potensial memiliki problem *underinvestment*. *Underinvestment* akan muncul apabila perusahaan menghadapi kesempatan berinvestasi pada proyek NPV positif, yang mensyaratkan penggunaan hutang dalam jumlah besar, tanpa jaminan pembayaran hutang yang mencukupi (*free cash flow*, dan *assets in place* yang rendah). Apabila perusahaan tidak mampu merealisasikan investasi seperti yang diharapkan (misalnya target penjualan yang tidak tercapai) maka perusahaan harus mencari tambahan dana untuk melanjutkan proyek atau memilih untuk meninggalkan proyek. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru sebagai alternatif pendanaan, maka perusahaan justru akan menghadapi sejumlah risiko. Penerbitan saham baru tersebut akan menyebabkan konflik atau perseteruan antara kreditur dengan pemegang saham baru (*new shareholders*). Dari sisi kreditur sebaiknya keuntungan digunakan untuk melunasi hutang, tetapi dari sisi *new shareholder* keuntungan yang diperoleh harus dibagikan sebagai dividen. Kondisi ini mengakibatkan penerbitan saham baru menjadi mahal, karena *shareholder* akan menuntut *return* yang tinggi atas saham perusahaan dan adanya *asymmetric information* yang justru mengakibatkan turunnya harga saham. Pada akhirnya perusahaan akan beranggapan bahwa, baik hutang maupun penerbitan saham baru akan memerlukan biaya yang mahal (*costly*). Dampaknya adalah perusahaan dalam posisi *underinvestment* akan memilih untuk meninggalkan proyek yang menguntungkan dan kehilangan kesempatan untuk bertumbuh. *Underinvestment problem* kemudian memprediksikan bahwa untuk dapat mempertahankan pertumbuhannya (dengan tetap melaksanakan investasi yang menguntungkan), perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan dana *internal yaitu retained earning* sebagai alternatif pendanaan. Kondisi ini kemudian akan mengakibatkan perusahaan akan menggunakan sedikit hutang. Berbeda dengan *underinvestment problem*, perusahaan dengan *investment opportunity* yang kecil memiliki kecenderungan untuk *overinvest* (*overinvestment problem*). Perusahaan dengan *overinvestment problem* pada umumnya adalah perusahaan yang berada pada tahap mature dengan tingkat pertumbuhan yang lambat (*slow growth*) serta memiliki *assets in place* dan *free cash flow* yang tinggi.

Jensen (1986) berpendapat bahwa adanya kelebihan modal (*free cash flow*) pada perusahaan *slow growth* menjadi penyebab masalah munculnya masalah *overinvestment*. Kelebihan modal ini dianggap tidak menguntungkan apabila diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan, sehingga manajer cenderung menginvestasikan dana tersebut pada proyek lain. Dalam kondisi ini problem yang muncul adalah adanya konflik antara manajer dengan *shareholder*. Dari sudut pandang kepentingan manajer, penggunaan *free cash flow* untuk investasi berkaitan dengan kesempatan bertumbuh diatas *optimal size* dan kompensasi yang diterima manajer sebagai akibat dari pertumbuhan tersebut. Pembayaran *free cash flow* sebagai dividen dianggap menghambat pencapaian tujuan ini. Dari sudut pandang *shareholder*, *free cash flow* harus dibayarkan sebagai dividen yang semakin meningkat. Tuntutan investor tersebut muncul karena kecenderungan manajer untuk menginvestasikan *free cash flow* pada proyek-proyek yang merugikan investor (NPV negatif). Untuk mengurangi konflik tersebut maka hutang digunakan sebagai pendanaan sekaligus sebagai jaminan (bonding) bahwa *free cash flow* akan dibayarkan sebagai dividen. Di samping itu penggunaan hutang akan menempatkan perusahan dan manajer dalam pengawasan pihak eksternal, sehingga dapat mencegah kecenderungan untuk berinvestasi pada

proyek merugikan. Selain besarnya *assets in place* yang dapat dipakai sebagai jaminan, memungkinkan perusahaan mengambil kebijakan hutang yang tinggi.

Masalah *overinvestment* berhubungan dengan kemungkinan bahwa manajer dapat menyalahgunakan kekuasaannya dalam mengambil keputusan (*decision making power*) dengan melakukan investasi yang tidak menguntungkan dan terlalu beresiko yang dapat mengganggu kepentingan pemegang saham (La Rocca, Cariola, dan La Rocca). Jensen (1986) menghubungkan *overinvestment* dengan bagaimana manajer menggunakan sumber-sumber keuangan perusahaan. Ketika proyek investasi yang menguntungkan dan kesempatan investasi berkurang, para manajer lebih suka menggunakan *free casflow* untuk tujuan-tujuan oportunistik daripada memberikannya kembali ke pemegang saham melalui dividen. Jensen mengatakan bahwa ekspansi perusahaan yang melebihi level optimal dan meningkatkan sumber daya secara langsung di bawah kontrol manajer akan menciptakan *salary* yang lebih tinggi dan akan memberikan prestis kepada orang yang menjalankan perusahaan tersebut.

Dalam Asnawi dan Wijaya (2005) dinyatakan bahwa keputusan untuk melakukan investasi secara teoritis dipengaruhi oleh: (1) besarnya *cashflow* yang dimiliki oleh perusahaan, serta (2) sang agen (manager). Karenanya kombinasi yang mungkin terjadi adalah: (a) tersedia *cashflow* dan sang agen 'memanfaatkannya' sehingga melakukan investasi yang tidak optimal, (b) tersedia *cashflow* dan sang agen 'memanfaatkannya' sehingga melakukan investasi yang optimal.

Lebih lanjut Asnawi dan Wijaya (2005) menjelaskan bahwa *free cashflow* (FCF) selain untuk investasi, dapat pula digunakan sebagai sumber dana bagi pembayaran dividen. Karenanya, dividen dapat dijadikan sebagai 'faktor kontrol' agar tidak terjadi *overinvestment*.

Untuk mencegah terjadinya *overinvestment* perlu dilakukan monitoring secara berkesinambungan (*continue*). Monitoring ini tentu saja memerlukan biaya. Karenanya manager akan melakukan *overinvestment* jika: (1) nilai pasar dari peluang investasi (*future investment opportunity*) lebih besar dibandingkan biaya monitoring, (2) dan tentu saja adanya *free cashflow*.

Free cashflow dan *agency cost* mempunyai hubungan yang erat dengan *overinvestment*. Telah banyak literatur yang mendukung bahwa para manajer lebih mempunyai dorongan untuk "*build empires*" dengan aktivitas yang mengarah kepada *overinvestment* ketika perusahaan mempunyai tingkat *free cashflow* yang tinggi (Jensen, 1986). *Overinvestment* atas *free cashflow* ini sebagai akibat dari konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer mempunyai kecenderungan untuk membuat perusahaan berkembang melebihi ukuran optimal. Perkembangan perusahaan akan berhubungan dengan peningkatan kompensasi promosi, dan reward manajer.

Overinvestment mempunyai hubungan negatif dengan *future stock return*. Perusahaan yang overinvest akan mendapat *stock return* di bawah rata-rata selama jangka waktu paling tidak lima tahun. Jika terdapat ketidakpastian mengenai apakah manajer perusahaan melakukan *overinvest*, adanya tingkat investasi yang tinggi dapat menimbulkan respon negatif terhadap harga saham karena hal ini memberikan indikasi yang tidak baik mengenai individu yang mengelola perusahaaan (Titman, Wei, dan Xie, 2001). Lebih lanjut, pengeluaran investasi yang tinggi akan membuat investor bersikap skeptis terhadap kualitas laba perusahaan jika perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memaksakan arus kas untuk membiayai kebutuhan investasi.

Penelitian Terdahulu

Masalah agensi telah menarik perhatian yang sangat besar dari para peneliti di bidang akuntansi keuangan, yang timbul karena adanya konflik kepentingan antara *shareholder* dan manajer, karena tidak bertemunya utilitas yang maksimal antara mereka. Manajer memiliki kewajiban untuk memaksimalkan kekayaan *shareholder*, sedangkan kepentingan pribadi manajer sesungguhnya adalah untuk memaksimalkan kekayaannya. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa masalah agensi tersebut dapat memburuk, apabila persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer sedikit. Faktor struktur kepemilikan sebagai variabel yang mempengaruhi keputusan investasi juga dibuktikan oleh Crespi dan Scellato pada perusahaan-perusahaan manufaktur Italia. Lebih lanjut, Jensen dan Meckling menitik-beratkan pada utilisasi hutang, sebagai substitusi dari kepemilikan manajerial, untuk dapat membantu mengurangi konflik agensi antara *shareholder* dengan manajemen.

Penelitian Wilopo (2006) membuktikan serta mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa perilaku tidak etis manajemen dan kecenderungan kecurangan akuntansi dapat diturunkan dengan meningkatkan keefektifan pengendalian internal, ketaatan aturan akuntansi, moralitas manajemen, serta menghilangkan asimetri informasi. Namun penelitian ini menemukan hal yang bertentangan dengan hipotesis serta teori dan hasil penelitian sebelumnya, bahwa kompensasi yang sesuai yang diberikan perusahaan ternyata tidak menurunkan perilaku tidak etis dan kecenderungan kecurangan akuntansi. Hal ini disebabkan kompensasi yang diberikan perusahaan ternyata tidak sesuai dengan keinginan manajemen perusahaan, serta hasil yang diperoleh dari perilaku tidak etis dan kecurangan akuntansi lebih besar dibanding kompensasi yang diterimanya.

Agha (2008) menemukan bahwa manajer melakukan berbagai pertimbangan (*tradeoff*) pada saat mengalokasikan *cashflow* perusahaan antara investasi dan dividen. Manajer underinvest dan overpay dividen apabila dihadapkan pada insentif jangka pendek, seperti bonus dan vested stocks. Peningkatan bonus akan memotivasi manajer untuk mendorong investasi menuju level optimalnya, dan mengurangi dividen. Manajer overinvest dan underpay dividen apabila dihadapkan pada insentif jangka panjang, seperti options. Peningkatan insentif berupa options akan memperkecil investasi dan meningkatkan dividen. Lebih lanjut, faktor optimisme manajer akan membuatnya melakukan *overvalue* terhadap suatu proyek investasi akan menyebabkan *overinvestment* (Heaton, 2002).

Richardson (2006) melakukan penelitian tentang keputusan investasi perusahaan dengan adanya *free cashflow*. Ditemukan bahwa *overinvestment* merupakan masalah umum bagi perusahaan-perusahaan publik di Amerika. Pada perusahaan-perusahaan non-finansial selama peride 1988-2002, rata-rata perusahaan melakukan *overinvest* sebesar 20% dari *free cashflow* yang tersedia.

Hovakimian dan Titman (2002) melakukan penelitian terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat untuk menguji apakah penjualan aset mempunyai pengaruh terhadap pengeluaran investasi pada perusahaan-perusahaan yang mempunyai kesulitan keuangan. Hasil penelitian membuktikan bahwa kas yang berasal dari penjualan aset merupakan determinan yang signifikan bagi pengeluaran investasi perusahaan.

Biddle dan Hilary (2006) menguji bagaimana kualitas informasi akuntansi berhubungan dengan efisiensi investasi modal perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di 34 negara. Hipotesisnya bahwa semakin tinggi kualitas

informasi akuntansi akan semakin meningkatkan efisiensi investasi dengan mengurangi asimetri informasi antara manajer dengan penyedia modal. Hasil pengujian menemukan bahwa hubungan antara *cashflow* dan investasi akan semakin lemah pada saat kualitas akuntansi tinggi.

Hipotesis selanjutnya bahwa pengaruh akuntansi kualitas tinggi terhadap sensitivitas *cashflow*-investasi akan lebih kuat pada keadaan ekonomi dimana pasar modal mempunyai sumber daya modal yang besar (Amerika Serikat). Sebaliknya, pada negara-negara dimana modalnya lebih banyak berasal dari kreditor (Jepang) pengaruhnya akan semakin lemah. Hasil uji mendukung hipotesis tersebut.

Yuan dan Jiang (2008) melihat hubungan antara kualitas informasi akuntansi dan *overinvestment*, dengan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Cina sebagai sampelnya. Hasil penelitian mengungkapkan kualitas informasi akuntansi berhubungan negatif dengan *overinvestment*, bahwa peningkatan kualitas informasi akuntansi dapat menekan *overinvestment*. Lebih lanjut, pada perusahaan-perusahaan dengan dengan *free cashflow* yang lebih besar, kualitas informasi akuntansi dan *overinvestment* akan mempunyai korelasi yang lebih kuat.

Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, yang dalam hal ini lebih banyak mengacu pada penelitian Yuan dan Jiang (2008) dalam penggunaan modelnya, adalah perbedaaan dalam variabel-variabel yang digunakan untuk menjelaskan tingkat investasi (Model 1) serta overinvestment perusahaan (Model 4), yang lebih sederhana.

Kerangka Pikir

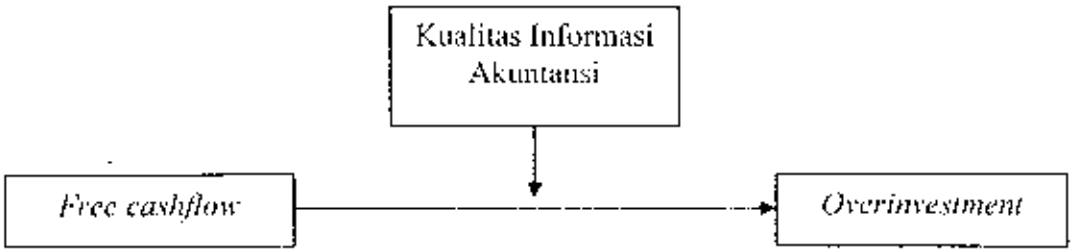
Penelitian ini mengembangkan literatur yang telah ada dengan menguji pengaruh kualitas informasi akuntansi terhadap *overinvestment* dari *free cashflow*. *Free cashflow* didefinisikan sebagai *cashflow* yang melebihi dari apa yang dibutuhkan untuk pemeliharaan aset dan untuk membiayai *new expected investment*. *Overinvestment* didefinisikan sebagai pengeluaran investasi yang melebihi dari yang dibutuhkan untuk pemeliharaan aset dan untuk membiayai *invested new investment*.

Berdasarkan pada teori *agency* dimana terdapat perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer perusahaan. Ketika perusahaan berada pada kondisi mempunyai tingkat *free cashflow* yang tinggi, manajer akan lebih cenderung untuk melakukan kegiatan investasi, bahkan dengan resiko yang sangat tinggi, daripada membagikan ke pemegang saham dalam bentuk dividen kas. Hal ini akan menyebabkan terjadinya *overinvestment*.

Variabel moderator adalah variabel yang dapat memperlemah atau memperkuat hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Berdasarkan peran informasi akuntansi dalam mengurangi asimetri informasi, maka dengan meningkatkan kualitas informasi akuntansi diharapkan dapat menekan *overinvestment* perusahaan. Dengan demikian kualitas informasi akuntansi dapat dijadikan sebagai variabel moderator yang dapat memperlemah hubungan antara *free cashflow* sebagai variabel independen dengan *overinvestment* sebagai variabel dependen. Hal ini karena: (1) informasi akuntansi yang berkualitas yang mentransfer informasi arus kas sehubungan dengan proyek investasi perusahaan atau nilai aset perusahaan kepada investor, dapat mengurangi kemungkinan sekuritas perusahaan diestimasi lebih (*overestimate*) atau diestimasi kurang (*underestimate*) dan menekan terjadinya *overinvestment* dalam pembuatan keputusan investasi perusahaan. (2) informasi akuntansi yang berkualitas yang mentransfer informasi mengenai kinerja

manajemen dan investasi kepada pemegang saham dan mengurangi dilema moral manajer yang mempunyai lebih banyak informasi dan menekan aktivitas *overinvestment* manajer yang ingin memaksimalkan kepentingannya sendiri.

Kerangka Konseptual



Hipotesis Penelitian

H1 : Semakin besar *Free cashflow* maka semakin besar *Overinvestment*

H1 : Semakin tinggi kualitas informasi akuntansi maka hubungan pengaruh antara *Free cashflow* dengan *Overinvestment* akan semakin kecil

METODE PENELITIAN

Ruang Lingkup Penelitian

Pada penelitian ini yang menjadi populasi adalah semua perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2004 sampai 2006. Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

a. Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai dengan 2006.
b. Perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Adapun bank, asuransi, dan perusahaan keuangan lainnya tidak dimasukkan dalam analisis karena perusahaan tersebut memiliki sifat operasi yang berbeda.
c. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama periode pengamatan. Laporan keuangan yang digunakan sebagai sampel adalah laporan keuangan per 31 Desember, dengan alasan laporan tersebut telah diaudit sehingga informasi yang dilaporkan lebih dapat dipercaya.

Sebagian besar sampel diambil dari perusahaan-perusahaan yang pernah masuk dalam penghitungan indeks Kompas 100. Kriteria pemilihan perusahaan Kompas 100 ini antara lain adalah perusahaan memiliki likuiditas yang tinggi, sehingga dapat diasumsikan perusahaan tersebut memiliki *free cashflow* yang tinggi. Oleh karena itu secara purposive dapat dijadikan sampel dalam penelitian ini. Sampel penelitian ini berjumlah 113 perusahaan dari berbagai sektor industri kecuali sektor keuangan.

Definisi Operasional Variabel

Overinvestment

Penelitian ini menggunakan model Yuan dan Jiang (2008) untuk mengukur *overinvestment* yaitu:

$$I_{i,t} = a_0 + a_1{*}controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$I_{i,t}$ merepresentasikan pengeluaran investasi modal (*capital investment expenditure*) perusahaan i pada tahun t, yakni kas yang dibayarkan perusahaan untuk akuisisi atau konstruksi aset tetap dibagi dengan total aset pada awal periode. $Controls_{i,t-1}$ adalah variabel kontrol, termasuk:

$Eps_{i,t-1}$: Laba per lembar saham (*earning per share*) perusahaan i pada tahun t-1

$Size_{i,t-1}$: Logaritma total aset perusahaan i pada tahun t-1

$\varepsilon_{i,t}$ merupakan nilai residunya. Residu positif berarti *overinvestment*, residu negatif berarti *underinvestment*.

Kualitas Informasi Akuntansi

Berbagai penelitian telah menggunakan model Dechow dan Dichev (2002) untuk mengukur kualitas informasi akuntansi perusahaan. *Accruals* seringkali didasarkan pada asumsi-asumsi dan estimasi-estimasi. Kualitas *accruals* akan semakin menurun seiring dengan semakin besarnya kesalahan estimasi *accruals*. Modelnya adalah sebagai berikut:

$$Accruals_{i,t} = a_0 + a_1{*}CF_{i,t-1} + a_2{*}CF_{i,t} + a_3{*}CF_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Accrual merepresentasikan modal kerja (*working capital*) perusahaan. Accruals=[(Δcurrent assets - Δcash - Δshort-term investment - Δlong-term investment) - (Δcurrent liabilities - Δshort-term loan - ΔLong-term loan)]. $CF_{i,t-1}$, $CF_{i,t}$, $CF_{i,t+1}$ adalah *cashflow* dari operasi perusahaan i pada tahun t, t-1, dan t+1. Nilai residunya ($\varepsilon_{i,t}$) menunjukkan kualitas informasi akuntansi. Semakin besar nilainya, semakin rendah kualitas informasi akuntansi tersebut.

Free cashflow

Pada komunitas akademik belum ada standar yang seragam untuk mengukur *free cashflow*. Penelitian ini mengadopsi metode yang digunakan oleh Yuan dan Jiang (2008) yakni:

$$FCF_{i,t} = CFO_{i,t} - INT_{i,t} - DIV_{i,t} \quad (3)$$

FCF adalah *free cashflow* perusahaan, CFO adalah arus kas bersih (*net cashflow*) dari aktivitas operasi, INT adalah bunga pinjaman (*interest on debt*), dan DIV adalah dividen kas.

Model Penelitian

Model yang digunakan untuk menguji hubungan ketiga variabel adalah:

$$Overinvestment_{i,t} = \alpha + \beta_1 * accrualquality_{i,t-1} + \beta_2 * FCF_{i,t-1} + \beta_3 * FCF_{i,t-1} * accrualquality_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Overinvestment$_{i,t}$ adalah residu positif dari hasil Regresi (1), yang merepresentasikan *overinvestment* perusahaan i pada tahun t. Semakin besar nilai residunya, berarti semakin parah *overinvestment* yang terjadi. *Accrualquality*$_{i,t-1}$ adalah nilai residu dari Regresi (2), yang merepresentasikan kualitas informasi akuntansi perusahaan i pada tahun t-1. Semakin besar nilainya, berarti semakin rendah kualitas informasi akuntansinya. Sedangkan variabel FCF*accrualqual merupakan variabel moderator dengan menggunakan uji interaksi.

Metode Analisis Data

Data dianalisis dengan menggunakan metode regresi, dengan *overinvestment* sebagai variabel independen, untuk mengetahui pengaruh variabel kualitas informasi akuntansi terhadap *overinvestment*.

Analisis empiris dilakukan dalam dua tahap. Pertama, dilakukan pengukuran terhada *free cashflow* dan *overinvestment*. Selanjutnya menguji apakah kualitas informasi akuntansi sebagai moderating variabel dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara *free cashflow* sebagai variabel independen dengan *overinvestment* sebagai variabel dependen.

Sebelum dilakukan pengujian regresi terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui apakah data yang digunakan telah memenuhi ketentuan dalam model regresi. Pengujian asumsi klasik meliputi uji Multikolinieritas, uji Heteroskedastisitas, uji Autokorelasi, dan uji Normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Pengujian atas model dilakukan dengan Uji t. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan kata lain pengujian hipotesis menggunakan regresi linier sederhana. Gambaran data yang digunakan dalam penelitian ini dapat diamati melalui statistik deskriptif.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas mengenai hasil penelitian yang dilakukan. Uraian berikut akan meliputi pembahasan hasil pengujian terhadap model penelitian serta statistik deskriptif sampel.

Uji Normalitas Data

Tujuan uji normalitas adalah ingin mengetahui apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati distribusi normal. Menurut Santoso (2000), data yang 'baik' adalah data yang mempunyai pola seperti distribusi normal, dengan bentuk lonceng (*bell shaped*), tidak menceng ke kiri atau menceng ke kanan. Kriteria pengujian normalitas data dapat dilihat dari angka signifikansi Kolmogorov-Smirnov: jika angka signifikansi (SIG)>0,05, maka data berdistribusi normal; jika angka signifikansi (SIG)<0,05, maka data tidak berdistribusi normal.

Tabel 1 Uji Normalitas

Variabel	SIG	Keterangan
Model 1		
Inv	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
Eps	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
Size	0,200	Berdistribusi Normal
Model 2		
Accruals	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
CF_{t-1}	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
CF_t	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
CF_{t+1}	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
Model 4		
Overinv	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
FCF	0,000	Tidak Berdistribusi Normal
AccrQual	0,098	Berdistribusi Normal

Berdasarkan hasil uji di atas, dilakukan treatment terhadap data variabel-variabel yang tidak berdistribusi normal, yakni dilakukan transformasi data ke bentuk natural (LN) sehingga didapat angka SIG 0,200. Sedangkan pada Model (1), agar data yang diolah benar-benar layak untuk diproses maka terlebih dahulu dilakukan *screening* data yang meliputi membuang data *outlier* dengan mengeluarkan data-data ekstrim dan melakukan uji normalitas. Setelah dilakukan *cleaning* data, jumlah sampel dalam Model (1) ini berkurang dari 113 perusahaan perusahaan menjadi 106 perusahaan.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian terhadap pelanggaran asumsi klasik yang meliputi Multikolinieritas, Heteroskedastisitas dan Autokorelasi perlu dilakukan untuk melihat apakah hasil regresi untuk model sudah memenuhi kriteria *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE) atau belum.

Multikolinieritas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel dependen. Jika terjadi korelasi maka dinamakan terdapat problem multikolinieritas (multiko). Deteksi adanya multiko dapat dilakukan dengan dua cara (Nachrowi, 2006). Yang pertama dengan melihat besaran VIF (*Varians Inflation Factor*) dan Tolerance. Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko adalah: mempunyai nilai VIF di bawah angka 10, dan mempunyai angka Tolerance mendekati 1.

Cara yang kedua adalah dengan cara melihat besaran korelasi antar variabel independen. Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko adalah: koefisien korelasi antar variabel dependen haruslah lemah (di bawah 0,5). Jika korelasi kuat maka terjadi problem multiko.

Tabel 2. Uji Multikolinieritas

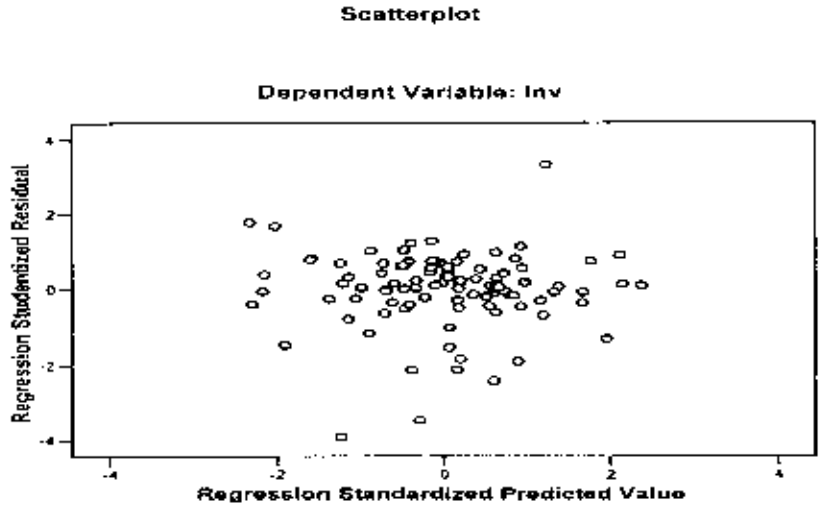
Variabel	Collinearity statistics Tolerance	VIF	Keterangan
Model 1			
Eps	0,978	1,023	Tidak terjadi multiko
Size	0,978	1,023	Tidak terjadi multiko
Model 2			
CF_{t-1}	0,044	22,837	Terjadi multiko
CF_t	0,041	24,663	Terjadi multiko
CF_{t+1}	0,058	17,366	Terjadi multiko
Model 4			
FCF	0,999	1,001	Tidak terjadi multiko
AccrQual	0,999	1,001	Tidak terjadi multiko

Berdasarkan angka VIF dan Tolerance, terlihat adanya gejala multiko pada variabel-variabel dalam model 2, sehingga terhadap variabel tersebut dilakukan transformasi data ke bentuk natural (LN). Setelah data ditransformasi didapat angka VIF 3,000 untuk variabel CF_{t-1}, 3,208 untuk CF_t, dan 4,657 untuk variabel CF_{t+1} Sedangkan angka Tolerance 0,333; 0,312; 0,215.

Heteroskedastisitas

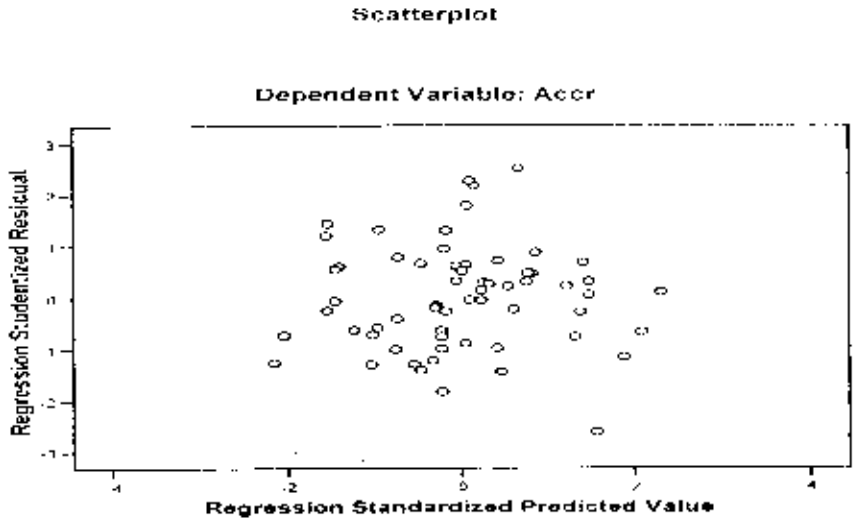
Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians residual atau error dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Deteksi adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik di mana sumbu X adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi – Y sesungguhnya) yang telah di-studentized (Santoso, 2002).

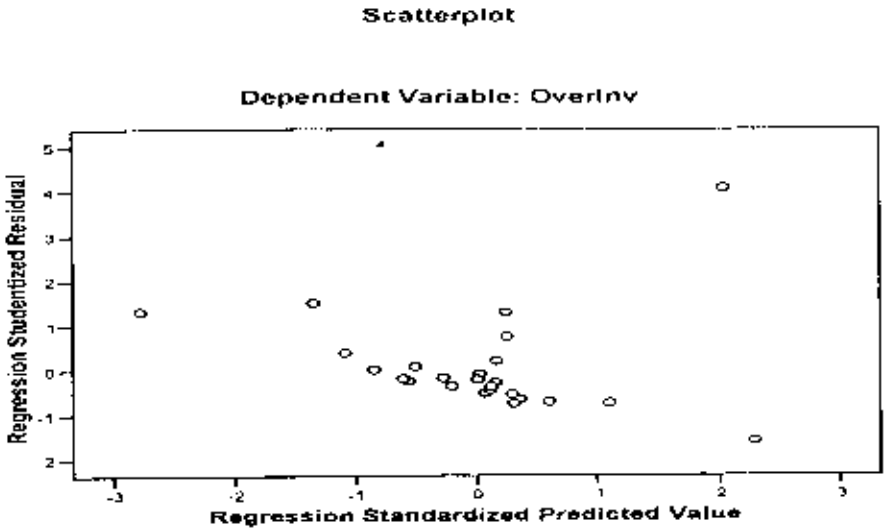
Dasar pengambilan keputusan adalah: Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas; Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi



Gambar 1. Grafik Uji Heteroskedastisitas Model 1

heteroskedastisitas.



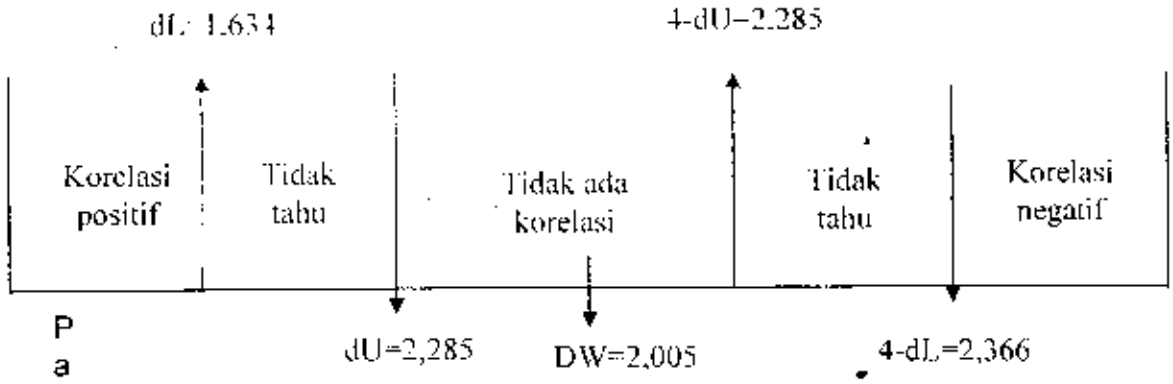


Gambar 3. Grafik Uji Heteroskedastisitas Model 4

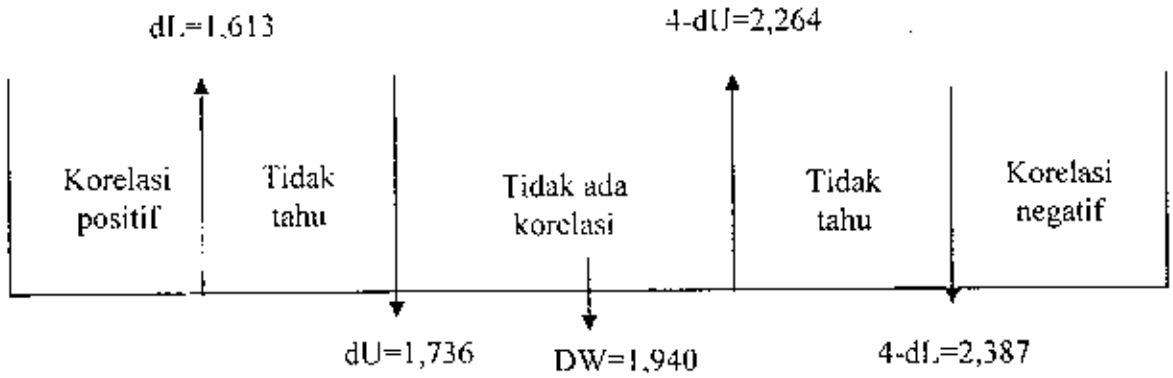
Dari grafik-grafik di atas terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu, serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai.

Autokorelasi

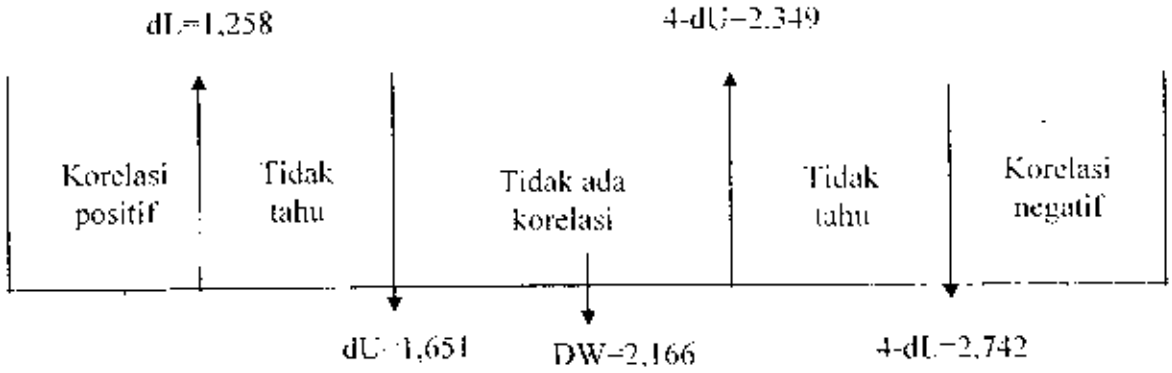
Secara harfiah autokorelasi berarti adanya korelasi antara anggota observasi satu dengan observasi lain yang berlainan waktu. Ada tidaknya autokorelasi dapat dideteksi dengan menggunakan uji Durbin-Watson. Pengujian untuk mendeteksi gajala autokorelasi dapat dilakukan dengan cara membandingkan hasil perhitungan statistik dengan tabel Durbin-Watson (DW) agar dapat disimpulkan ada atau tidaknya autokorelasi. Pada Model 1, parameter (k) yang digunakan adalah dua variabel (k=2) dengan jumlah pengamatan (n=106). Hasil uji Durbin Watson adalah sebesar 2,005 pada level signifikansi 0.05 dengan jumlah sampel n=100 diperoleh dL = 1,634; 4-dL = 2,366; dU = 1,715; 4-dU = 2,285.



Pada Model 2, parameter (k) yang digunakan adalah tiga variabel (k=3) dengan jumlah pengamatan (n=113). Hasil uji Durbin Watson adalah sebesar 1,940 pada level signifikansi 0,05 dengan jumlah sampel n=100 diperoleh dL = 1,613; 4-dL = 2,387; dU = 1,736; 4-dU = 2,264.



Pada Model 4, parameter (k) yang digunakan adalah tiga variabel (k=3) dengan jumlah pengamatan (n=33). Hasil uji Durbin Watson adalah sebesar 2,166 pada level signifikansi 0,05 dengan jumlah sampel n=33 diperoleh dL = 1,258; 4-dL = 2,742 ; dU =



1,651; 4-dU = 2,349.

Tabel 3 Hasil Uji Autokorelasi

Variabel	DW	Keterangan
Model 1	2,005	Tidak terjadi autokorelasi
Model 2	1,940	Tidak terjadi autokorelasi
Model 4	2,166	Tidak terjadi autokorelasi

Statistik Deskriptif Model

Tabel 4 adalah hasil dari statistik deskriptif keseluruhan sampel mengenai variabel-variabel dalam model 4. Peneliti menemukan sebanyak 33 perusahaan sampel yang melakukan *overinvestment*. Rata-rata *overinvestment* perusahaan sampel adalah 0,7846, standar deviasinya adalah 1,3985, median 0,3829, dan nilai minimumnya adalah 0,00215. Untuk kualitas informasi akuntansi, rata-ratanya adalah 0,3278, standar deviasinya 0,8919, median 0,1831, dan nilai minimumnya adalah 0,00117.

Tabel 4 Hasil Statistik Deskriptif Sampel

Variabel	N	Minimum	Median	Mean	Maximum	Std. D
$Overinv_{it}$	33	0,00215	0,3829	0,7846	7,3817	1,3985
$Acqu_{it-1}$	33	0,00117	0,1831	0,3278	5,2756	0,8919
FCF_{it-1}	33	-938.484	34959	132005	1163980	390259

Sumber: Data yang diolah

Tabel 5 adalah hasil statistik deskriptif sampel kelompok mengenai variabel–variabel dalam model (4). Kali ini data dibagi dalam dua kelompok berdasarkan rata-rata *free cashflow* perusahaan sampel. Perusahaan dengan *free cashflow* di bawah rata-rata sampel dimasukkan dalam kelompok perusahaan dengan *free cashflow* rendah (A). Sedangkan perusahaan dengan *free cashflow* di atas rata-rata sampel dimasukkan dalam kelompok perusahaan dengan *free cashflow* tinggi (B).

Setelah dikelompokkan, terlihat bahwa rata-rata tingkat *overinvestment* pada kelompok perusahaan dengan *free cashflow* tinggi yakni 1,1419, lebih besar daripada angka rata-rata *overinvestment* pada kelompok perusahaan dengan *free cashflow* rendah sebesar 0,6884. Hasil ini menunjukkan bahwa pada kelompok perusahaan dengan ketersediaan *free cashflow* yang tinggi *overinvestment* yang terjadi lebih parah. Sementara itu, rata-rata nilai *accruals* pada kelompok perusahaan dengan *free cashflow* yang tinggi adalah sebesar 0,8672, lebih tinggi dibandingkan angka rata-rata nilai *accruals* pada kelompok perusahaan dengan *free cashflow* rendah. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas informasi akuntansi pada kelompok perusahaan dengan *free cashflow* rendah adalah lebih baik.

Tabel 5 Hasil Statistik Deskriptif Sampel Kelompok

A: Kelompok free cash flow rendah

Variabel	N	Minimum	Median	Mean	Maximum	Std. D
$Overinv_{i,t}$	26	0,00759	0,4196	0,6884	2,76153	0,7981
$Acqu_{i,t-1}$	26	0,00117	0,1844	0,1825	0,37358	0,0767
$FCF_{i,t-1}$	26	0,00759	16790	-15123	123968	197547

B: Kelompok free cash flow tinggi

Variabel	N	Minimum	Median	Mean	Maximum	Std. D
$Overinv_{i,t}$	7	0,00215	0,7489	1,1419	7,3816	2,7546
$Acqu_{i,t-1}$	7	0,00705	0,1498	0,8672	5,2756	1,9460
$FCF_{i,t-1}$	7	151473	907338	678481	1163980	455481

Sumber: Data yang diolah

Hasil Regresi Model

Tabel 6 Hasil Regresi Model

Variabel	1	T	2	t	4	t
Konstanta	-10421	-1,816*	2,609	2,058**	-0,218	-0,108
$Eps_{i,t-1}$	-7285	-3,107***				
$Size_{i,t-1}$	78167	2,221**				
CFt-1			0,135	0,848		
CFt			0,078	0,417		
CFt+1			0,555	2,638**		
FCF					0,420	2,296**
Accrqual					-16,900	-2,438**
FCFxAccrqual					0,037	1,335
R^2	**0,115**		**0,493**		**0,332**	
F	**6,709**		**19,107**		**3,474**	
Sig F	**0,002**		**0,000**		**0,034**	
Obs	**106**		**113**		**33**	

***, **, *** menyatakan signifikan pada level 10%, 5%, dan 1%**

Tabel 6 menunjukkan hasil regresi Model. Regresi 1 adalah hasil regresi Model (1) dengan variabel dependen adalah tingkat investasi perusahaan [$I_{i,t} = a_0 + a_1 * controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$]. $\varepsilon_{i,t}$ merupakan nilai residunya. Residu positif berarti *overinvestment*, residu negatif berarti *underinvestment*. Jumlah observasi untuk model (1) adalah sebanyak 106 perusahaan. Dari jumlah tersebut, yang memiliki nilai residu positif (*overinvestment*) adalah sebanyak 33 perusahaan.

Dari hasil regresi diperoleh nilai F sebesar 6,709 yang berarti secara serempak perubahan Size (ukuran perusahaan) dan Eps (earning per share) berpengaruh terhadap tingkat *Investment* (investasi). Uji t menunjukkan bahwa perubahan variabel-variabel independen secara parsial juga berpengaruh signifikan terhadap tingkat *investment*. Variabel Size mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap variabel Investasi. Perusahaan besar seringkali lebih memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi, serta resiko investasi yang lebih kecil karena memiliki akses yang lebih luas dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang), karena perusahaan dengan ukuran besar mempunyai resiko kebangkrutan yang lebih kecil.

Variabel Eps yang mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi menandakan bahwa laba belum pasti digunakan sebagai salah satu pertimbangan

dalam melakukan investasi. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut: kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayarkan deviden. Semakin tinggi dividen menyebabkan semakin berkurangnya *free cashflow*. Laba dan arus kas berubah-ubah sepanjang waktu, demikian pula peluang investasi. Dengan memperhatikan hal ini saja perusahaan harus mengubah dividen mereka sewaktu-waktu, menaikkannya jika arus kas besar dan kebutuhan akan dana relatif kecil, dan menurunkannya jika persediaan uang kas menipis dalam kaitan dengan peluang investasi. tindakan mengurangi dividen agar dana tersedia untuk investasi modal dapat mengirimkan isyarat yang tidak tepat, dan hal itu bisa menurunkan harga saham.

Sebagaimana hasil penelitian Agha (2008) bahwa manajer melakukan pertimbangan (*tradeoff*) pada saat mengalokasikan *cashflow* perusahaan antara investasi dan dividen. Manajer akan lebih memilih membayarkan dividen apabila dihadapkan pada insentif (bonus). Berdasarkan hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976) dan Crespi dan Scellato bahwa keputusan investasi perusahaan juga dipengaruhi oleh variabel struktur kepemilikan. Manajer yang juga mempunyai proporsi kepemilikan saham perusahaan akan lebih mendahulukan kepentingannya mendapatkan pembagian dividen apabila insentif yang diberikan lebih kecil daripada dividen yang akan diterimanya. Seorang manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham paling banyak akan lebih memilih mendanai perusahaannya dengan hutang daripada *free cashflow* karena akan berpengaruh terhadap dividen yang akan diterimanya.

Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,115 menunjukkan bahwa sebesar 11,5% dari perubahan tingkat *overinvestment* dapat dijelaskan oleh perubahan *free cashflow* dan kualitas informasi akuntansi. Angka ini dapat dikatakan relatif rendah namun penelitian mengenai investasi terus berkembang dan ditemukan banyak variabel yang mempengaruhinya, seperti struktur kepemilikan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976), yang tidak turut diuji dalam penelitian ini. Hal inilah yang kemungkinan menyebabkan koefisien determinasi tadi menjadi rendah.

Regresi 2 adalah hasil regresi Model (2) dengan variabel dependen adalah *Accruals* [$Accruals_{i,t} = a_0+a_1*CF_{i,t-1}+a_2*CF_{i,t}+a_3*CF_{i,t+1}+\varepsilon_{i,t}$]. Hasil regresi menunjukkan bahwa arus kas bersih dari aktivitas operasi pada periode sekarang CF_t dengan *accruals* periode sekarang dan arus kas bersih dari aktivitas operasi pada tahun sebelumnya CF_{t-1} dengan *accruals* periode sekarang mempunyai korelasi positif; arus kas bersih dari aktivitas operasi periode yang akan datang CF_{t+1} dengan *accruals* periode sekarang juga mempunyai korelasi yang signifikan positif.

Accruals seringkali didasarkan pada asumsi-asumsi dan estimasi-estimasi. Kualitas *accruals* akan semakin menurun seiring dengan semakin besarnya kesalahan estimasi *accruals*. Nilai residunya ($\varepsilon_{i,t}$) menunjukkan kualitas informasi akuntansi. Semakin besar nilainya, semakin rendah kualitas informasi akuntansi tersebut.

Regresi 4 adalah hasil regresi Model 4 dengan variabel dependen adalah *overinvestment* [$Overinvestment_{i,t} = \alpha + \beta_1 * accrualquality_{i,t-1} + \beta_2 * FCF_{i,t-1} + \beta_3 * FCF_{i,t-1} * accrualquality_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$]. $Overinvestment_{i,t}$ adalah residu positif dari hasil Regresi (1), yang merepresentasikan *overinvestment* perusahaan i pada tahun t sejumlah 33 perusahaan. Semakin besar nilai residunya, berarti semakin parah *overinvestment* yang terjadi. $Accrualquality_{i,t-1}$ adalah nilai residu dari Regresi (2), yang merepresentasikan kualitas informasi akuntansi perusahaan i pada tahun t-1. Semakin besar nilainya,

berarti semakin rendah kualitas informasi akuntansinya. Sedangkan *FCF*accrualqual* adalah sebagai variabel moderator dengan uji interaksi.

Dari hasil regresi diperoleh nilai F sebesar 3,474 yang berarti secara serempak perubahan *free cashflow* dan *accrualquality* berpengaruh terhadap tingkat *overinvestment*. Uji t menunjukkan bahwa perubahan variabel independen secara parsial juga berpengaruh terhadap tingkat *overinvestment*. Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,332 menunjukkan bahwa sebesar 33,2% dari perubahan tingkat *overinvestment* dapat dijelaskan oleh perubahan *free cashflow* dan kualitas informasi akuntansi.

Hasil tersebut menunjukkan juga koefisien korelasi antara *free cashflow* dengan *overinvestment* adalah positif dengan signifikansi 5%. Hal ini berarti semakin tinggi *free cashflow* maka akan semakin meningkatkan *overinvestment*, yang berarti bahwa hubungan pengaruh antara *free cashflow* dengan *overinvestment* juga berlaku di Indonesia. Perusahaan-perusahaan di Indonesia akan cenderung melakukan *overinvestment* apabila terdapat ketersediaan *free cashflow* dalam perusahaan. Dari hasil regresi dapat dilihat juga bahwa kualitas informasi akuntansi sebagai variabel moderator mempunyai koefisien korelasi positif terhadap *overinvestment*. Hal ini berarti bahwa kualitas informasi akuntansi dapat menekan terjadinya *overinvestment* pada perusahaan-perusahaan dengan ketersediaaan *free cashflow*, atau dengan kata lain perusahaan memperoleh dana untuk investasinya dari sumber internal. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian, dan juga sejalan dengan hasil penelitian Richardson (2006) dan Yuan dan Jiang (2008).

Sedangkan untuk variabel kualitas informasi akuntansi, hasil uji secara parsial menunjukkan bahwa koefisien korelasi antara variabel *accrualquality* dengan *overinvestment* secara parsial adalah negatif dengan signifikansi 5%. Semakin besar angka *accrualquality* menandakan semakin buruknya kualitas informasi akuntansi. Koefisien korelasi yang negatif ini dapat terjadi karena perhatian pemakai laporan keuangan seringkali hanya terpusat pada informasi laba yang diberikan oleh perusahaan, bukan pada prosedur yang digunakan perusahaan untuk menghasilkan informasi laba tersebut, padahal bisa terjadi *earnings* akan sangat berbeda dengan arus kas operasi. Ada tiga faktor signifikan yang menyebabkan perbedaan tersebut. Faktor-faktor berikut mempengaruhi *accounting earnings*, tetapi tidak mempengaruhi arus kas, yaitu: (1) *Operating versus capital expenditure,* menurut akuntansi, pengeluaran yang diperkirakan mempunyai masa manfaat dalam beberapa periode akuntansi, tidak akan dikurangkan langsung ke pendapatan pada periode terjadinya, tetapi akan ditangguhkan dan akan dikurangkan atau dibebankan ke pendapatan beberapa periode yang akan datang, yang diperkirakan menerima manfaat dari pengeluaran tersebut. Sebaliknya, arus kas hanya memperhatikan saat terjadinya transaksi tunai (*cash basis*) (2) Biaya-biaya non kas, beberapa jenis biaya yang bersifat non kas, seperti penyusutan dan amortisasi akan dikurangkan dari pendapatan untuk memperoleh *earnings (3) Accrual versus cash revenue and expenses,* adanya perbedaan waktu antara pengakuan transaksi secara *accrual* dengan penerimaan atau pembayaran tunai akan menyebabkan perbedaan antara pendapatan dan biaya. Hal ini dapat memberikan kesempatan bagi manajer untuk melakukan tindakan manipulasi laba (*earnings manipulation*) dengan salah satu caranya adalah melakukan perataan laba (*income smooting*).

Perilaku tidak etis dan kecenderungan kecurangan akuntansi juga disebabkan oleh hal yang substansial yaitu sikap dan tanggung jawab moral perusahaan.

Perusahaan memiliki tanggung jawab moral dan sosial yang pada tingkat operasional, tanggung jawab moral ini diwakili oleh manajemen. Perilaku tidak etis dan kecenderungan kecurangan akuntansi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan juga tergantung pada moralitas manajemen.

Jensen and Meckling (1976) menjelaskan dalam teori keagenan bahwa pemberian kompensasi yang memadai ini membuat agen (manajemen) bertindak sesuai dengan keinginan dari prinsipal (pemegang saham), yaitu dengan memberikan informasi sebenarnya tentang keadaan perusahaan. Pemberian kompensasi ini diharapkan mengurangi kecenderungan kecurangan akuntansi. Kompensasi yang sesuai menjadi bagian yang sangat penting bagi kinerja karyawan serta keberhasilan organisasi. Insentif, pengawasan serta sistem yang berjalan dengan baik dapat mencegah perilaku tidak etis manajemen perusahaan. Cara lain yakni dengan meningkatkan kepemilikan dari dalam (*insider ownership*) atau kepemilikan manajerial. Menurut Jensen (1986) penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Hal ini juga didukung oleh Pindado dan Torre.

Sebagaimana telah dibuktikan dalam penelitian Biddle dan Hillary (2006) yang menemukan bahwa kualitas informasi akuntansi berpengaruh terhadap efisiensi investasi, dan bahwa pengaruh tersebut akan semakin lemah pada negara-negara dengan kondisi ekonomi dimana modal lebih banyak berasal dari kreditor (bank). Hal tersebut dapat dijelaskan karena bank (kreditor) mempunyai cara-cara alternatif dalam memonitor aktivitas manajer secara langsung guna mengurangi asimetri informasi. Easterbrook (1984) berargumen bahwa pemegang saham akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen namun bila biaya *monitoring* tersebut terlalu tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau *bondholders*) untuk membantu mereka melakukan *monitoring*. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Proporsi hutang yang besar akan menempatkan manajer di bawah pengawasan *debtholders* dan manajer cenderung tidak menyukai pengawasan oleh *debtholders* tersebut, sehingga manajer akan memberikan informasi yang sebenarnya tentang keadaan perusahaan. Kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak debtholders. Karena monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*.

SIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

Bab ini membahas penemuan yang berhubungan dengan penelitian ini. Pertama disajikan yang diperoleh dari hasil penelitian, kemudian dilanjutkan dengan saran-saran yang berhubungan dengan pengembangan teori dan riset ke depan.

Simpulan

Penelitian ini mempelajari hubungan antara *free cashflow* dengan *overinvestment* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, serta melihat bagaimana kualitas informasi akuntansi dari laporan keuangan dapat berperan dalam hubungan pengaruh antara variabel *free cashflow* dengan variabel *overinvestment*. Dengan menggunakan sampel sebanyak 113 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia, dilakukan pengukuran terhadap tingkat *overinvestment* dengan mengadopsi model Richardson dan terhadap kualitas informasi akuntansi dengan mengadopsi model Dichow dan Dichev. Setelah itu, digunakan model dari Yuan dan Jiang untuk melihat kualitas informasi akuntansi sebagai variabel yang memoderasi hubungan yang terjadi antara *free cashflow* dengan *overinvestment*. Analisis dilakukan dengan regresi.

Hasil penelitian mengindikasikan bahwa *free cashflow* berpengaruh positif terhadap *overinvestment*, dan bahwa kualitas informasi akuntansi dapat berperan sebagai variabel moderator dalam memperlemah hubungan pengaruh antara *free cashflow* dengan *overinvestment*. Namun hal tersebut tidak terjadi pada perusahaan-perusahaan dengan sumber dana eksternal (*free cashflow* relatif rendah).

Implikasi Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan, antara lain yaitu: terdapat data laporan keuangan beberapa perusahaan sampel yang tidak tersedia di situs Bursa Efek Indonesia sehingga harus dieliminasi dari sampel penelitian. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel yang lebih banyak lagi.

Selanjutnya dapat diteliti variabel-variabel lain yang mungkin mempengaruhi *overinvestment* di Indonesia, misalnya set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) dan struktur kepemilikan perusahaan, karena manajer yang juga pemilik perusahaan akan lebih mempertimbangkan keputusan investasinya karena menyangkut kepentingan dirinya juga. Selanjutnya variabel non keuangan seperti kondisi ekonomi, sensitivitas perusahaan terhadap kondisi ekonomi dapat diteliti sebagai variabel yang mungkin dapat menekan angka *overinvestment*.

DAFTAR PUSTAKA

Agha, M., (2008), "Investment, Dividends, Firm Performance and Managerial Incentives: The 'Tradeoff Model'", (http://www.ssrn.com)

Asnawi, S.K., dan Wijaya, C. (2005), "Riset Keuangan: Pengujian-pengujian Empiris", P.T. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.

Biddle, G.C., Hilary, G. (2006), "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, 963-982

Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A.J. (2005), "Investments, 6th ed.". The McGraw-Hill Companies, Inc.

Dechow, P.M., and Dichev, I.D. (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, Vol. 77, 35-59.

Halim, J., Meiden, C., Tobing, R.L. (2005), "Pengaruh Manajemen Laba Pada Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Termasuk Dalam Indeks Lq-45", Seminar Nasional Akuntansi 8, Solo.

Heaton, J.B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*; 33-45.

Hovakimian, G., Titman, S. (2002), "Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales", (http://www.ssrn.com)

Ikatan Akuntan Indonesia, (2004), "Standar Akuntansi Keuangan", Salemba 4, Jakarta.

Jensen, M.C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 323-339.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.

La Rocca, M., Cariola, A., La Rocca, E., "Overinvestment and Underinvestment Problem: Determining Factors, Consequences and Solutions"

Lee, G., Masulis, R.W. (2008), "Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs", *Journal of Financial Economics*

Libby, R., Libby, P.A., and Short, D.G. (2007), "Financial Accounting", The McGraw-Hill Companies, Inc.

Nachrowi, N.D., Usman, H. (2006), "Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan", Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Pindado, J., Torre, Chabela. "The Effect of Ownership Structure On Underinvestment and Overinvestment Processes", (http://www.ssrn.com)

Richardson, S. (2006), "Over-investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, No.11, 159-189.

Santoso, S. (2002), "Buku Latihan SPSS Statistik Multivariat", P.T. Elex Media Komputindo, Jakarta.

Santoso, S. (2000), "Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik", P.T. Elex Media Komputindo, Jakarta.

Titman, S., Wei, K., Xie, F. (2001), "Capital Investments and Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 677-700.

Wilopo. (2006), "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kecenderungan Kecurangan Akuntansi: Studi Pada Perusahaan Publik Dan Badan Usaha Milik Negara Di Indonesia", Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang.

Yuan, J., and Jiang, Y. (2008), "Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese Study", *The Business Review* Vol. 11, 159-166.