

## ARUS KAS UNTUK MENDETEKSI MANIPULASI AKTIVITAS RIIL DAN DAMPAKNYA TERHADAP KINERJA PASAR

Melina Djauhari\* dan Elsa Imelda

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta

\*Email: [melinadjauhari@gmail.com](mailto:melinadjauhari@gmail.com)

### Abstract:

*This study aims to determine whether real activity manipulation can be detected through operating cash flow and how the effect of real activity manipulation on market performance in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2017-2019. The sample was selected using purposive sampling method and the valid data was 152 data. Data processing techniques using panel data regression analysis assisted by the EViews program (Econometrical Views) version 10. The results of this study indicate that real activity manipulation can be detected through operating cash flow and real activity manipulation has a significant positive effect on market performance. The implication of this study are investors can conduct a more in-depth evaluation of the market performance of a company before making an investment decision and this research can be a reference or consideration for company managers who wish to carry out earning management, especially through real activity manipulation.*

**Keywords:** *Real Activity Manipulation, Market Performance, Operating Cash Flow*

### Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui arus kas aktivitas operasi dan bagaimana pengaruh manipulasi aktivitas riil terhadap kinerja pasar pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2017-2019. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dan data yang valid adalah 152 data. Teknik pengolahan data menggunakan analisis regresi data panel yang dibantu oleh program *EViews (Econometrical Views)* versi 10. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui arus kas aktivitas operasi dan manipulasi aktivitas riil memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja pasar. Implikasi dari penelitian ini adalah investor dapat melakukan evaluasi lebih mendalam terhadap kinerja pasar suatu perusahaan sebelum mengambil keputusan berinvestasi dan penelitian ini dapat menjadi referensi atau bahan pertimbangan bagi para manajer perusahaan yang ingin melakukan manajemen laba, terutama melalui manipulasi aktivitas riil.

**Kata kunci:** Manipulasi Aktivitas Riil, Kinerja Pasar, Arus Kas Aktivitas Operasi

## Pendahuluan

Demi menjalankan kegiatan operasional perusahaan, dibutuhkan modal yang cukup untuk mempertahankan keberlangsungan usahanya sehingga perusahaan melakukan penawaran umum saham. Investor dapat menanamkan modal kepada emiten yang terdaftar di bursa efek, namun investor perlu melakukan analisis untuk memastikan kelayakan dari perusahaan tersebut. Untuk memenuhi informasi yang dibutuhkan investor, emiten wajib untuk mengungkapkan berbagai informasi keuangan dan non keuangan. Informasi tersebut dibutuhkan untuk evaluasi atas kinerja perusahaan yang meliputi evaluasi keuangan dan non keuangan. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan tergolong menjadi dua, yaitu kinerja akuntansi dan kinerja pasar. Kinerja akuntansi dapat diukur melalui beberapa hal, seperti profitabilitas, pertumbuhan penjualan, EPS, ROE, dan ROA. Di samping itu, kinerja pasar dapat diukur melalui likuiditas saham, *return*, distribusi saham, dan kapitalisasi pasar (Suta dan Dwiastuti, 2016). Menurut teori Cravens (1996) dalam Manek (2013), pengukuran kinerja dapat menggunakan indikator, seperti kepuasan, kesetiaan, pangsa pasar, dan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Pada pasar yang efisien, peningkatan laba akan direspon positif oleh investor, sehingga hal tersebut dapat menyebabkan harga saham naik. Untuk menarik investor, pihak manajemen dapat menempuh berbagai macam cara, salah satunya dengan melakukan manajemen laba dengan harapan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan memengaruhi kinerja pasar.

Andreas (2017) menjelaskan ada dua bentuk manajemen laba, yaitu manajemen laba akrual dan manipulasi aktivitas riil. Manipulasi aktivitas riil merupakan penyimpangan dari praktik operasional normal yang didorong oleh keinginan manajer untuk menyematkan beberapa pemangku kepentingan agar percaya bahwa tujuan pelaporan keuangan tertentu telah terpenuhi dalam operasi normal (Roychowdhury, 2006). Metode yang sering kali digunakan manajer untuk melakukan manipulasi aktivitas riil melalui operating cash flow dengan memberikan potongan harga yang berlebihan dan kelonggaran atas jatuh tempo pelunasan penjualan kredit untuk meningkatkan penjualan (Andreas, 2017). Manajemen laba dilakukan karena adanya asimetri informasi antara manajemen dengan pemegang saham yang memberikan peluang bagi manajer untuk menyematkan pelaporan laba kepada pengguna laporan keuangan. Selain kepentingan pemilik perusahaan yang harus dipenuhi, manajer juga memiliki kepentingan pribadi yang mungkin berbeda dengan pemilik perusahaan, sehingga timbul benturan kepentingan.

Berdasarkan laporan tahunan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) telah terdapat 2.484.354 SID (*Single Investor Identification*) yang meningkat sekitar 48% secara tahunan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi minat investor dalam berinvestasi di pasar modal Indonesia. Investor umumnya mengharapkan imbal hasil dari investasi yang bertolak ukur pada kinerja pasar emiten yang diminati. Namun, perusahaan kerap kali berusaha untuk meningkatkan kinerja pasar untuk memenuhi ekspektasi investor melalui berbagai cara, salah satunya dengan melakukan manipulasi aktivitas riil, di mana hal tersebut dapat menimbulkan bias. Penelitian yang dilakukan oleh Oktorina dan Hutagaol (2009) menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil melalui arus kas kegiatan operasi berpengaruh positif terhadap kinerja pasar. Hasil penelitian tersebut juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Andreas (2017). Di sisi

lain, penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2018) menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi kreditur dan investor untuk melakukan pertimbangan dan evaluasi lebih mendalam sebelum mengambil keputusan untuk memberikan pinjaman ataupun berinvestasi, serta dapat memberikan masukan dan dapat menjadi sebagai bahan pertimbangan perusahaan untuk melakukan manajemen laba melalui manipulasi aktivitas riil.

### **Kajian Teori**

**Agency Theory.** Jensen Meckling (1976) mengungkapkan teori ini merupakan suatu kontrak antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan pihak manajemen perusahaan (*agent*). Manajemen memiliki tugas dan wewenang untuk menjalankan perusahaan dan mengambil keputusan untuk kegiatan operasional perusahaan. Sering kali pada praktik, tujuan manajemen dan pemilik perusahaan tidak selalu selaras, sehingga menimbulkan konflik kepentingan dan menyebabkan masalah keagenan karena adanya asimetri informasi. Manajer dapat mengatur informasi yang akan diberikan dan yang tidak akan diberikan ke publik. Di sisi lain, *principal* akan lebih sulit untuk mengontrol tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen karena keterbatasan informasi yang dimilikinya. Manajemen selaku *agent* memiliki kecenderungan untuk mencapai keuntungan pribadi dalam bentuk kompensasi manajemen. Untuk mencapai kepentingan tersebut, manajemen melakukan berbagai tindakan untuk dapat memenuhi keinginan pemegang saham. Salah satu tindakan yang dapat dilakukan oleh manajemen, yaitu melakukan manajemen laba melalui manipulasi aktivitas riil yang dapat memengaruhi tindakan investor dalam melakukan penilaian terhadap kinerja perusahaan yang akan berdampak pada kinerja pasar perusahaan tersebut.

**Signaling Theory.** Spence (1973) mengungkapkan teori sinyal ini merupakan gambaran dari pengirim (pemilik informasi) yang berusaha memberikan informasi relevan yang dapat digunakan oleh penerimanya, di mana penerima informasi akan menyesuaikan tindakannya terhadap sinyal tersebut. Teori sinyal menggambarkan perilaku ketika ada dua pihak, baik itu individu atau organisasi, yang memiliki akses ke informasi yang berbeda (Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel, 2011). Teori ini menyatakan bahwa eksekutif perusahaan yang memiliki informasi yang lebih baik mengenai perusahaan didorong untuk dapat memberikan informasi ini kepada calon investor, sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan tersebut dengan cara mengirimkan sinyal melalui laporan tahunan perusahaan. Tindakan tersebut merupakan sinyal yang menunjukkan bahwa perusahaan telah melakukan kegiatan operasinya dengan baik (Scott, 2012). Hal ini akan ditangkap oleh investor sebagai sinyal yang positif, sehingga perusahaan akan mendapat penilaian yang baik di mata investor yang tercermin melalui peningkatan permintaan saham perusahaan tersebut, meningkatnya harga saham, serta meningkatnya nilai perusahaan.

**Kinerja Pasar.** Kinerja pasar merupakan suatu pengukuran untuk mengukur sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan nilai saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal (Sudana, 2015). Menurut Livnat dan Zarowin (1990), kinerja pasar juga suatu ukuran kinerja perusahaan yang diukur melalui tingkat

pengembalian investasi jangka panjang atau return saham. Tingkat pengembalian yang diharapkan dapat dilihat berdasarkan harga pasar dan disesuaikan dengan tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor. Selain itu, kinerja pasar juga dapat diukur menggunakan *free cash flow* (FCF). FCF merupakan arus kas yang lebih dari yang dibutuhkan untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan di mana FCF memiliki nilai bersih sekarang yang positif ketika didiskontokan dengan biaya modal yang relevan. FCF harus dibayarkan kepada pemegang saham jika perusahaan ingin meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Pada dasarnya, FCF mirip dengan laba, namun tanpa adanya intervensi dari penggunaan metode akuntansi tertentu. FCF dapat membantu mengukur kinerja pasar perusahaan dengan cara yang mirip dengan melihat laba bersih, tetapi laporan arus kas merupakan ukuran yang lebih baik daripada menggunakan laporan laba rugi (Andreas, 2017).

**Manipulasi Aktivitas Riil melalui *Operating Cash Flow*.** Oktorina dan Hutagaol (2009) menyatakan bahwa manipulasi aktivitas riil dilakukan oleh pihak manajemen melalui aktivitas harian perusahaan selama periode akuntansi. Manipulasi aktivitas riil sebagai praktik operasi yang dilakukan berbeda dengan praktik operasi normal yang didorong oleh keinginan manajemen untuk memberikan wawasan yang tidak tepat kepada pemegang saham sehingga mereka percaya bahwa tujuan pelaporan keuangan telah dicapai sesuai dengan praktik operasi normal perusahaan. Menurut Roychowdhury (2006), salah satu cara yang dapat digunakan dalam manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow* adalah dengan menaikkan penjualan selama periode akuntansi untuk menaikkan laba agar mencapai target laba yang diinginkan dengan memberikan potongan harga terbatas. Perusahaan juga dapat memberikan kredit lunak kepada para konsumen dengan bunga kredit yang lebih rendah. Dalam kondisi ini, volume penjualan meningkat, sehingga laba juga meningkat, namun *operating cash flow* menurun karena arus kas masuk yang kecil akibat penjualan kredit.

#### **Kaitan Antar Variabel**

**Manipulasi Aktivitas Riil dengan Kinerja Pasar.** Manipulasi aktivitas riil yang dideteksi melalui *operating cash flow* dapat dijadikan sebagai indikator ketika di dalam perusahaan terdapat hal yang menyimpang dalam penyusunan laporan keuangan perusahaan yang dapat terlihat melalui rerata abnormal *operating cash flow* yang lebih rendah (Andreas, 2017). Manipulasi aktivitas riil yang dilakukan melalui *operating cash flow* dapat berdampak pada laba yang meningkat. Laba yang terus meningkat dari periode ke periode dapat memberikan sinyal yang positif kepada pemangku kepentingan mengenai kinerja perusahaan, sehingga manipulasi aktivitas riil yang diterapkan oleh perusahaan dapat membuat laporan keuangan perusahaan terlihat lebih baik. Laporan keuangan yang tampak lebih baik akan menarik investor, sehingga permintaan terhadap saham perusahaan tersebut juga akan meningkat dan menyebabkan harga saham perusahaan yang juga meningkat. Hal tersebut mengindikasikan kinerja pasar yang meningkat akibat adanya manipulasi aktivitas riil. Andreas (2017) menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil dapat berdampak pada kinerja pasar perusahaan tersebut yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak menerapkan manipulasi aktivitas riil. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Oktorina dan Hutagaol (2009) yang menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil berpengaruh positif terhadap

kinerja pasar perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2018) menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja pasar. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan atau penurunan kinerja pasar suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan melalui manipulasi aktivitas riil.

### Pengembangan Hipotesis

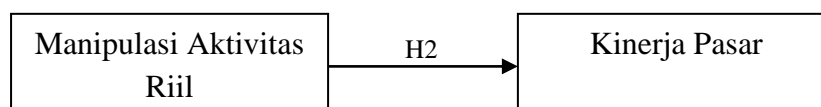
Tindakan manipulasi aktivitas riil ini dapat berdampak pada arus kas perusahaan pada periode yang sama dengan perusahaan melakukan penawaran potongan harga, pengurangan biaya diskresioner, dan overproduction (Roychowdhury S. , 2006). Penjualan yang meningkat akibat pemberian potongan harga dan pinjaman lunak dapat memberikan dampak pada arus kas kegiatan operasi perusahaan. Tindakan tersebut akan menyebabkan *operating cash flow* perusahaan yang cenderung lebih rendah dari kondisi normalnya dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan manipulasi aktivitas riil. Penelitian yang dilakukan oleh Andreas (2017) menemukan bahwa arus kas dari aktivitas operasi dapat digunakan untuk mendeteksi manipulasi aktivitas riil. *Operating cash flow* akan digunakan untuk menentukan atau mendeteksi apakah perusahaan berusaha untuk melakukan manipulasi aktivitas riil, yang akan ditunjukkan dalam rerata *operating cash flow* perusahaan yang rendah secara abnormal (di bawah nol). Dengan demikian, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H1: Manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui *operating cash flow*.

Manipulasi aktivitas riil dapat berdampak pada kinerja pasar perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang melakukan manipulasi aktivitas riil akan membuat laporannya menjadi tampak lebih baik, sehingga investor akan tertarik dan permintaan terhadap saham perusahaan pun juga meningkat. Permintaan terhadap saham yang tinggi merupakan indikasi bahwa kinerja pasar yang semakin meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Andreas (2017) menyatakan bahwa perusahaan yang diduga cenderung melakukan manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow* memiliki kinerja pasar yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang diduga tidak melakukan manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow*. Dengan demikian, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H2: Manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja pasar.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini seperti digambarkan dibawah ini



Gambar 1.  
Kerangka Pemikiran

### Metodologi

Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2017-2019. Pemilihan sampel

menggunakan metode *purposive sampling* di mana perusahaan manufaktur menjadi subyek penelitian ini dengan kriteria 1) perusahaan terdaftar di BEI secara berturut-turut untuk periode 2017 hingga 2019, 2) penyajian mata uang yang digunakan harus dalam satuan mata uang Rupiah (IDR), 3) perusahaan konsisten dalam menyajikan laporan keuangan yang berakhir per tanggal 31 Desember, dan 4) perusahaan memiliki data yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Jumlah keseluruhan sampel yang valid adalah sebanyak 152 data.

Variabel operasional dan pengukuran yang digunakan dalam studi ini adalah sebagai berikut :

Tabel 1. Variabel Operasional Dan Pengukuran

No	Variabel	Sumber	Ukuran	Skala
1	Kinerja Pasar	Andreas (2017)	$FCF = CFO - (net\ capital\ expenditures + change\ in\ working\ capital)$	Rasio
2	Manipulasi Aktivitas Riil	Roychowdhury S. (2006)	$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon$	Rasio
			$Abnormal\ CFO = Actual\ CFO - Normal\ CFO$	

### Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Terdapat beberapa syarat yang harus dipenuhi untuk memastikan bahwa model regresi yang akan digunakan memiliki sifat yang tidak bias, konsisten, serta memiliki ketepatan nilai. Oleh karena itu, perlu dilakukannya uji asumsi klasik terlebih dahulu sebelum melakukan pengujian berikutnya yang terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan uji *Jarque-Bera*, dan dari proses menunjukkan nilai probabilitasnya sebesar 0,000000. Hasil tersebut lebih kecil dari 0,05, berarti data tidak terdistribusi normal, sehingga dilakukan *outlier* dan dilakukan uji normalitas kembali setelah *outlier*. Hasil uji normalitas setelah *outlier* menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,642985. Hasil tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga data telah terdistribusi normal. Uji autokorelasi menggunakan uji *Durbin-Watson* dan hasil dari pengujian tersebut diperoleh sebesar 1,553273. Hasil tersebut terletak dalam rentang nilai -2 sampai +2 ( $-2 < 1,553273 < +2$ ), sehingga data yang digunakan tidak memiliki masalah autokorelasi. Untuk pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji *White*. Hasil yang diperoleh menunjukkan nilai probabilitas *Obs\*R-squared* sebesar 0,4529. Hasil tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan tidak mengalami heteroskedastisitas.

Pengujian statistik deskriptif terlebih dahulu dilakukan untuk memperoleh gambaran umum mengenai data yang terdapat dalam penelitian ini yang hasilnya diperoleh sebagai berikut.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	Observations	Maximum	Minimum	Mean	Standard Deviation

Kinerja Pasar	152	150.5859	-118.4435	6.802451	58.23543
Manipulasi Aktivitas Riil	152	133.7400	-80.77000	26.62974	44.74939

Tabel 2 di atas menunjukkan hasil analisa statistik deskriptif terhadap variabel-variabel yang ada dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil tersebut, ditemukan bahwa variabel kinerja pasar memiliki nilai rata-rata sebesar 6,802451 dan standar deviasi sebesar 58,23543. Hasil tersebut menunjukkan bahwa rata-rata kinerja pasar dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) cenderung rendah, karena hasil tersebut lebih mendekati atau condong pada titik minimumnya.

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan oleh tabel 2 di atas, juga ditemukan bahwa variabel manipulasi aktivitas riil memiliki rata-rata sebesar 26,62974 dan standar deviasi sebesar 44,74939. Hasil tersebut menunjukkan bahwa manipulasi aktivitas riil yang dicerminkan oleh abnormal CFO yang cenderung rendah karena mendekati titik minimumnya. Semakin rendah nilai abnormal CFO, maka hal tersebut mengindikasikan semakin banyaknya perusahaan manufaktur yang melakukan manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow*.

Setelah melakukan pengujian statistik deskriptif dan memperoleh gambaran mengenai variabel yang diteliti, dilakukan uji beda menggunakan uji *Mann-Whitney* (uji U), dan hasilnya diperoleh sebagai berikut.

Tabel 3. Hasil Uji *Mann-Whitney*

	Abnormal CFO
Mann-Whitney U	752.000
Wilcoxon W	1455.000
Z	-5.871
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.000

Berdasarkan hasil uji beda yang dilakukan menggunakan uji *Mann-Whitney* yang tertera pada tabel 3 di atas, nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0.000. Angka tersebut lebih kecil daripada tingkat signifikansinya ( $0.000 < 0.05$ ). Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan manufaktur yang kemungkinan atau diduga melakukan manipulasi aktivitas riil dengan perusahaan manufaktur yang kemungkinan atau diduga tidak melakukan manipulasi aktivitas riil. Oleh karena itu, abnormal CFO atau *operating cash flow* dapat digunakan untuk mendeteksi manipulasi aktivitas riil yang dilakukan oleh perusahaan, sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa H1 dalam penelitian ini dapat diterima.

Tabel 4. Hasil Uji Analisis Regresi Parsial

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	30.31435	4.046616	7.491285	0.0000

X	0.394450	0.077899	5.063594	0.0000
R-squared				0.145980
Adjusted R-squared				0.140287
F-statistic				25.63998
Prob(F-statistic)				0.000001

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4 di atas, maka diperoleh persamaan regresi yang digunakan untuk penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

$$KP = 30,31435 + 0,394450 \text{ MAR} + \varepsilon$$

Berdasarkan hasil regresi, manipulasi aktivitas riil mempunyai pengaruh positif ( $\beta = 0,39445$ ) dan signifikan ( $\text{sig.} = 0,0000$ ) terhadap kinerja pasar. Artinya tujuan pihak manajemen untuk memberikan sinyal informasi mengenai kinerja perusahaan yang tampak baik melalui laporan keuangan yang diberikan kepada investor membuahkan hasil. Para investor merespon baik informasi tersebut dengan membeli kembali saham perusahaan tersebut yang berdampak pada kinerja pasar perusahaan semakin meningkat. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan dari variabel manipulasi aktivitas riil terhadap variabel kinerja pasar, maka dapat diambil kesimpulan bahwa H2 dalam penelitian ini dapat diterima.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4 di atas, dapat diketahui juga mengenai korelasi variabel independen (manipulasi aktivitas riil) terhadap variabel dependen (kinerja pasar) yang dapat dilihat dari nilai *adjusted R-squared*. Nilai tersebut menunjukkan hasil sebesar 0,140287 yang artinya variasi dari variabel kinerja pasar dapat dijelaskan oleh variabel manipulasi aktivitas riil sebesar 14,0287% dan sisanya sebesar 85,9713% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

## Diskusi

Berdasarkan hasil penelitian ini, diperoleh hasil di mana pembahasan dari tiap hipotesisnya sebagai berikut.

**Manipulasi Aktivitas Riil dapat Dideteksi melalui *Operating Cash Flow*.** Berdasarkan hasil dari uji beda yang dilakukan dengan uji *Mann Whitney* (uji U) yang terdapat pada bagian sebelumnya, menunjukkan hasil *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,000 yang lebih kecil daripada 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang diduga melakukan manipulasi aktivitas riil dengan perusahaan yang diduga tidak melakukan manipulasi aktivitas riil. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *operating cash flow* yang dicerminkan oleh abnormal CFO dapat digunakan untuk mendeteksi manipulasi aktivitas riil yang dilakukan oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Andreas (2017). Pada penelitian tersebut, diperoleh kesimpulan bahwa manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui *operating cash flow* perusahaan. Hal tersebut dimungkinkan dapat terjadi karena perusahaan yang melakukan manajemen laba dengan melakukan manipulasi aktivitas riil, umumnya dilakukan dengan memberikan fasilitas kredit lunak pada penjualan yang dilakukan oleh perusahaan. Akibat dari pemberian fasilitas kredit



lunak tersebut, penjualan pada laporan keuangan perusahaan khususnya pada bagian laba rugi perusahaan akan meningkat. Di sisi lain pemberian fasilitas kredit lunak tersebut, hanya peningkatan penjualan dan tidak serta merta meningkatkan arus kas operasi perusahaan. Hal tersebut terjadi karena penjualan secara kredit belum menghasilkan adanya arus kas masuk dari aktivitas penjualan kredit yang dilakukan oleh perusahaan. Penurunan tersebut dapat dilihat dari hasil abnormal CFO yang dimiliki oleh perusahaan, karena abnormal CFO menunjukkan nilai penyimpangan dari nilai CFO yang seharusnya (normal CFO). Apabila nilai abnormal CFO menunjukkan hasil di bawah nol atau bersifat negatif, artinya aktual CFO yang dihasilkan perusahaan memiliki nilai yang lebih rendah daripada nilai normal atau nilai yang seharusnya, sehingga hal tersebut dapat mengindikasikan adanya praktik manajemen laba berupa manipulasi aktivitas riil yang dapat menyebabkan penurunan arus kas dari aktivitas operasi pada suatu perusahaan.

**Manipulasi Aktivitas Riil melalui *Operating Cash Flow* Memiliki Pengaruh Positif terhadap Kinerja Pasar.** Berdasarkan hasil dari analisis regresi parsial yang terdapat pada bagian sebelumnya, dapat dilihat nilai signifikansi variabel independen (manipulasi aktivitas riil) menunjukkan hasil sebesar 0,0000 dan koefisiennya sebesar 0.394450. Nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 dan nilai koefisiennya bersifat positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel manipulasi aktivitas riil memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap variabel kinerja pasar.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Andreas (2017) yang menyatakan bahwa variabel manipulasi aktivitas riil memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap variabel kinerja pasar. Selain itu, hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian lain yang dilakukan oleh Oktorina dan Hutagaol (2009). Secara lebih lanjut, Oktorina dan Hutagaol (2009) menjelaskan bahwa kinerja pasar pada perusahaan yang diduga memiliki kecenderungan melakukan manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow* lebih tinggi daripada kinerja pasar perusahaan yang diduga tidak melakukan manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow*. Hal tersebut mungkin dapat terjadi disebabkan oleh laporan keuangan perusahaan yang melakukan manipulasi aktivitas riil nampak lebih baik, sehingga investor akan memiliki ekspektasi yang lebih tinggi pada perusahaan tersebut. Ekspektasi tersebut akan menjadi daya tarik bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Investasi tersebut akan direalisasikan salah satunya dengan membeli saham perusahaan, sehingga meningkatkan permintaan pada saham emiten tersebut. Dengan meningkatnya jumlah permintaan saham, harga pasar saham juga cenderung akan meningkat, di mana harga saham merupakan salah satu indikator dalam mengukur kinerja pasar.

Akan tetapi, hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Hartono (2018) yang menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja pasar. Secara lebih lanjut, Hartono menjelaskan bahwa hal tersebut dapat terjadi dikarenakan manajemen laba yang dilakukan oleh manajer perusahaan dianggap tidak memengaruhi kinerja pasar akibat adanya informasi yang lebih relevan dalam jangka panjang yang diperoleh para investor untuk membuat keputusan investasi selain menggunakan informasi yang berasal dari laporan keuangan perusahaan. Penjelasan lain yang dinyatakan oleh Hartono adalah hal tersebut dapat terjadi dikarenakan motivasi manajer yang melakukan manajemen laba tidak

berorientasi untuk memberikan sinyal informasi kepada investor. Manajer tidak bermaksud untuk mengakibatkan peningkatan harga pada saham perusahaan sehingga kinerja pasar perusahaan tidak terpengaruh oleh adanya manipulasi aktivitas riil tersebut.

### Penutup

Penelitian ini dilakukan untuk mencari tahu pengaruh antara manipulasi aktivitas riil terhadap kinerja pasar. Penelitian ini menggunakan data sebanyak 152 data dan menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui *operating cash flow*, serta manipulasi aktivitas riil memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kinerja pasar. Hal ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang menggunakan manipulasi aktivitas riil akan meningkatkan kinerja pasarnya.

Hasil yang diperoleh melalui penelitian ini kiranya dapat menjadi acuan bagi pengguna laporan keuangan yang akan melakukan investasi dalam saham untuk melihat perusahaan yang cenderung melakukan manipulasi aktivitas riil, sehingga dapat memperkirakan kinerja pasar perusahaan tersebut ke depan sebelum melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Bagi manajemen perusahaan, kiranya hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi perusahaan yang ingin melakukan manajemen laba, terutama manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow*. Hal tersebut berguna agar pihak manajemen perusahaan dapat mempertimbangkan dampak baik-buruknya dari manipulasi aktivitas riil terhadap kinerja pasar perusahaan.

Penelitian ini juga memiliki berbagai keterbatasan, seperti pengambilan sampel hanya dalam kurun waktu tiga tahun yang tergolong relatif singkat dan penelitian ini menggunakan variabel penelitian yang sedikit. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan untuk dapat memperluas cakupan sampel agar dapat memperoleh hasil yang lebih mampu mewakili kondisi perusahaan pada umumnya, tidak hanya mewakili kondisi perusahaan yang terdaftar di BEI. Selain itu juga, diharapkan dapat menambah periode waktu penelitian dan menambah jumlah variabelnya, baik variabel independen, variabel dependen, maupun variabel intervening.

### Daftar Rujukan/Pustaka

- Andreas. (2017). Analysis of Operating Cash Flow to Detect Real Activity Manipulation and Its Effect on Market Performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 524-529.
- Connelly, B. L., Certo, S., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Hartono, P. V. (2018). Accrual and Real Earnings Management Through Cash Flows Operating Activity Towards Market Performance. *Journal of Applied Management* 16(3).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). (2019). *Tingkatkan Kenyamanan Investasi, KSEI Siapkan Inovasi Pengembangan Infrastruktur Pasar Modal*. Jakarta: PT Kustodian Sentral Efek Indonesia.

- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The Incremental Information Content of Cash Flow Components. *Journal of Accounting and Economics* 13(1), 25-46.
- Manek, D. (2013). Analisis Pengaruh Orientasi Pasar Terhadap Kinerja Pemasaran pada Perusahaan Pengolahan di Kota Semarang. *Jurnal Sains Pemasaran Indonesia Vol. XII (2)*, 121-148.
- Oktorina, M., & Hutagaol, Y. (2009). Analisis Arus Kas Kegiatan Operasi dalam Mendeteksi Manipulasi Aktivitas Riil dan Dampaknya Terhadap Kinerja Pasar. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 12(1)*, 1-14.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economic*, 42, 335-370.
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory Sixth Edition*. Toronto: Pearson Prentice.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87(3), 355-374.
- Sudana, I. M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik (II ed.)*. Jakarta: Erlangga.
- Suta, I. W., & Dwiastuti, G. A. (2016). Pengukuran Kinerja dengan Pendekatan Balanced Scorecard pada Kantor Pusat PT Bank Pembangunan Daerah Bali. *Jurnal Bisnis dan Kewirausahaan* 12(1), 32-41.