

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

Elsa Imelda<sup>1</sup>, Melina Djauhari<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta  
Email: elsai@fe.untar.ac.id

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta  
Email: melinadjauhari@gmail.com

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to analyze the real activity manipulation can be detected through operating cash flow and its impact to market performance. This research was using 92 data from consumer goods companies listed on the IDX during the period of 2017-2019. This research also using purposive sampling method and processed using data panel analysis by EViews (Econometrical Views) version 10 software. The results of this study indicates that real activity manipulation can be detected through operating cash flow and real activity manipulation has a significant positive effect on market performance. The implications of this study are investors are expected to be able 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

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui arus kas dari aktivitas operasi dan dampaknya terhadap kinerja pasar. Penelitian ini dilakukan menggunakan 92 data yang berasal dari perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di BEI selama periode 2017—2019. Penelitian ini juga menggunakan metode *purposive sampling* dan diolah menggunakan analisis data panel oleh *software EViews (Econometrical Views)* versi 10. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui arus kas dari aktivitas operasi dan manipulasi aktivitas riil memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja pasar. Implikasi dari penelitian ini adalah investor diharapkan mampu 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 dari Aktivitas Operasi

## 1. PENDAHULUAN

### Permasalahan

Perusahaan membutuhkan modal yang cukup untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan dan mempertahankan keberlangsungan usahanya, sehingga perusahaan akan melakukan penawaran umum saham untuk memperoleh tambahan modal tersebut. 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 menyesatkan 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 menyesatkan 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.

### ***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 kegiatannya 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.

### **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.

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, hipotesis pertama yang dapat dirumuskan adalah manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui *operating cash flow*.

Manipulasi aktivitas riil juga 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, hipotesis kedua yang dapat dirumuskan adalah manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja pasar.

## **2. METODE PENELITIAN**

Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengandata sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2017-2019. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* di mana perusahaan *consumer goods* 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 keseluruhansampel yang valid adalah sebanyak 92 data. Variabel operasional dan pengukuran yang digunakan dalam studi ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel Penelitian

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)	$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon$ Abnormal CFO = Aktual CFO – Normal CFO	Rasio

### Hasil Uji Asumsi Klasik

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.

### Hasil Analisis Statistik Deskriptif

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	92	898.2444	-757.8531	77.56380	302.7923
Manipulasi Aktivitas Riil	92	3465.877	-1176.276	1198.374	879.6372

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 77,56380 dan standar deviasi sebesar 302,7923. Hasil tersebut

menunjukkan bahwa rata-rata kinerja pasar dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) cenderung tinggi, karena hasil tersebut lebih mendekati atau condong pada titik maksimumnya.

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan oleh tabel 2 di atas, juga ditemukan bahwa variabel manipulasi aktivitas riil memiliki rata-rata sebesar 1198,374 dan standar deviasi sebesar 879,6372. Hasil tersebut menunjukkan bahwa manipulasi aktivitas riil yang dicerminkan oleh abnormal CFO yang cenderung tinggi karena mendekati titik maksimumnya. Semakin tinggi nilai abnormal CFO, maka hal tersebut mengindikasikan semakin tidak banyak perusahaan *consumer goods* yang melakukan manipulasi aktivitas riil melalui *operating cash flow*.

### Hasil Uji Mann-Whitney (Uji U)

Uji *Mann-Whitney* dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan dari kedua kelompok data dari perusahaan yang diduga melakukan manipulasi aktivitas riil dengan perusahaan yang diduga tidak melakukan manipulasi aktivitas riil. Hasil uji *Mann-Whitney* dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 3. Hasil Uji *Mann-Whitney*

	Abnormal CFO
Mann-Whitney U	0.000
Wilcoxon W	21.000
Z	-4.080
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.

### Hasil Uji Koefisien Regresi Parsial (Uji t)

Uji t dilakukan setelah model regresi dalam penelitian telah memenuhi seluruh uji asumsi klasik. Hasil uji t dapat dilihat dari nilai variabel pada persamaan regresi. Jika nilai *probability* lebih kecil dari tingkat signifikansi yang sebesar 5%, maka terdapat pengaruh yang signifikan, dan berlaku sebaliknya. Hasil uji analisis regresi berganda dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4. Hasil Uji Analisis Regresi Parsial

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.82762	13.47785	3.029239	0.0033
X	0.046334	0.012718	3.643235	0.0005
R-squared				0.143846
Adjusted R-squared				0.133009
F-statistic				13.27316
Prob(F-statistic)				0.000480

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

$$KP = 40,82762 + 0,046334 \text{ MAR} + \varepsilon$$

Berdasarkan hasil regresi, manipulasi aktivitas riil mempunyai pengaruh positif ( $\beta = 0,046334$ ) dan signifikan ( $\text{sig.} = 0,0005$ ) 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.

**Hasil Uji Koefisien Determinasi (Uji  $R^2$ ).** Uji koefisien determinasi dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variasi dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4 di atas, diketahui nilai *adjusted R-squared* menunjukkan hasil sebesar 0,133009 yang artinya variasi dari variabel kinerja pasar dapat dijelaskan oleh variabel manipulasi aktivitas riil hanya sebesar 13,3009% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

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 0,0005 dan koefisiennya sebesar 0.046334. 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.

#### **4. KESIMPULAN DAN SARAN**

Penelitian ini dilakukan untuk melihat pengaruh manipulasi aktivitas riil terhadap kinerja pasar. Penelitian ini menggunakan data sebanyak 92 data. Penelitian ini menemukan bahwa manipulasi aktivitas riil dapat dideteksi melalui *operating cash flow*. Manipulasi aktivitas riil itu sendiri juga memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kinerja pasar, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang mengaplikasikan manipulasi aktivitas riil dapat meningkatkan kinerja pasarnya.

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

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

## REFERENSI

- 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.