

**PENGARUH *REAL EARNINGS MANAGEMENT* DAN *LEVERAGE*
TERHADAP IMBAL HASIL SAHAM DENGAN UKURAN
PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI**
**(Studi Empiris Pada Perusahaan sektor Food and Beverages Yang Terdaftar
Di Bursa Efek Indonesia Periode 2019 – 2023)**

Dwiky Djulyan Alrianto
11211361
Program Studi Akuntansi STIE Bank BPD Jateng
dwikyalrianto@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh manajemen laba riil dan *leverage* terhadap imbal hasil saham, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) Periode 2019 – 2023. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan dan data harga saham dari 48 perusahaan, Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Jenis data dalam penelitian ini adalah kuantitatif dengan menggunakan data sekunder. Teknik analisis data yang digunakan dalam dianalisis menggunakan regresi linear berganda dan moderasi yang diolah menggunakan SPSS. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Manajemen laba rill berpengaruh negatif signifikan terhadap Imbal Hasil Saham, Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap Imbal Hasil Saham, Ukuran Perusahaan mampu memoderasi (memperlemah) pengaruh Manajemen laba rill terhadap Imbal Hasil Saham, Ukuran Perusahaan mampu memoderasi (memperkuat) pengaruh Leverage terhadap Imbal Hasil Saham.

Kata kunci : Manajemen Laba Riil, *Leverage*, Imbal Hasil Saham, Ukuran Perusahaan, Moderasi

Abstract

This study aims to analyze the effect of real earnings management and leverage on stock returns, with company size as a moderating variable. This study was conducted on food and beverage sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2019-2023 period. The sample used in this study was the annual financial reports and stock price data from 48 companies. Sampling using the purposive sampling method. The type of data in this study is quantitative using secondary data. The data analysis technique used in the analysis used multiple linear regression and moderation processed using SPSS. The results of this study indicate that real earnings management has a negative effect on stock returns, leverage has a negative effect on stock returns, company size is able to moderate (weaken) the effect of real earnings management on stock returns, company size is able to moderate (strengthen) the effect of leverage on stock returns.

Keywords: Real Earnings Management, Leverage, Stock Returns, Company Size, Moderation

1. Pendahuluan

Dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi, seorang investor memerlukan informasi yang akurat dan berkualitas untuk dapat melakukan analisis investasi saham di pasar modal, dan salah satu sumber informasi yang digunakan untuk melakukan analisis investasi adalah laporan keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan. Pasar modal merupakan sarana investasi yang memungkinkan para investor menempatkan dananya pada suatu aset sesuai dengan risiko yang bersedia mereka tanggung dengan tingkat keuntungan yang diharapkan sehingga diperkirakan mempunyai kinerja keuangan baik, harga saham stabil, dan mengalami peningkatan secara kontinu. (Istiqomah & Adhariani, 2017) Hal tersebut membuat investor tertarik menanamkan modal, yang akhirnya memberikan dampak positif terhadap imbal hasil saham.

Industri makanan dan minuman (F&B) di Indonesia merupakan salah satu sektor yang memiliki pertumbuhan pesat dan menjadi kontributor signifikan terhadap perekonomian nasional. Perusahaan F&B yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) menunjukkan perkembangan yang menarik perhatian investor pasar modal, terutama dalam hal pergerakan harga saham dan imbal hasil. Sepanjang periode 2019-2023, industri makanan dan minuman juga mulai kembali bangkit setelah mengalami pukulan akibat pandemi Covid-19. Pada triwulan I-2023, industri makanan dan minuman mampu tumbuh sebesar 5,33%, meningkat dibandingkan dengan periode yang sama pada tahun 2022 sebesar 3,75% (Kementerian Komunikasi dan Informatika RI, 2023). Sektor ini mengalami pertumbuhan yang ditopang oleh meningkatnya konsumsi domestik dan tren perubahan perilaku konsumen menuju digitalisasi dalam pemasaran dan distribusi produk ditambah lagi dengan era COVID-19. Banyak perusahaan F&B yang mengadopsi strategi transformasi digital dan inovasi produk untuk menghadapi dinamika pasar. Sebagai contoh, Melalui digitalisasi, diharapkan bisa melakukan *traceability* terhadap produk-produk makanan dan minuman lokal untuk bisa menembus pasar ekspor dan sejumlah perusahaan dan meningkatkan investasi dalam platform e-commerce, pengembangan produk sehat, serta pemasaran berbasis data (Kementerian Komunikasi dan Informatika RI, 2023). Namun, dampak dari strategi ini terhadap kinerja saham perusahaan tidak selalu sejalan. Meskipun strategi tersebut berhasil meningkatkan volume penjualan dan basis pelanggan, beberapa penelitian mencatat adanya volatilitas harga saham yang meningkat selama periode implementasi strategi tersebut. Dengan semakin tingginya ekspektasi terhadap peran sektor F&B sebagai motor penggerak pertumbuhan ekonomi dan investasi di Indonesia, penting untuk memahami lebih dalam hubungan antara strategi bisnis, praktik manajemen laba, dan kinerja saham perusahaan.

Fenomena ini diduga berkaitan dengan tantangan internal yang dihadapi oleh perusahaan, seperti pengelolaan biaya investasi, efisiensi operasional, dan tekanan untuk memenuhi target kinerja jangka pendek. Selain itu, terdapat dugaan praktik manajemen laba riil oleh sejumlah perusahaan F&B untuk mempertahankan ekspektasi pasar dan menjaga daya tarik saham di mata investor.

Fenomena ini juga memunculkan pertanyaan kritis tentang keberlanjutan imbal hasil saham dalam jangka panjang, serta peran karakteristik unik bank sistemik dalam menentukan efektivitas praktik manajemen laba riil. Isu ini menjadi penting untuk dikaji lebih dalam, terutama dalam konteks perubahan regulasi pasca-pandemi COVID-19 fenomena *real earnings management* di sektor *food & beverage* dapat memengaruhi imbal hasil (*return*) yang diterima investor, sehingga menjadi isu krusial dalam pengambilan keputusan investasi. Manajemen laba yang bersifat oportunistik berkaitan erat dengan permasalahan keagenan (*agency problem*) dan (*signaling theory*). *Agency theory* merupakan suatu teori yang menjelaskan masalah keagenan yang timbul ketika pemilik perusahaan (*principal*) memberikan

wewenang kepada manajemen (agent) (Jensen. & Meckling, 1976) sedangkan Dalam *signalling theory* dinyatakan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menunjukkan sinyal berupa informasi positif kepada investor potensial melalui pengungkapan dalam laporan keuangan. Beberapa motivasi dilakukannya manajemen laba adalah untuk memaksimalkan bonus, memenuhi persyaratan kontrak utang, dan motivasi politik Motivasi lainnya adalah untuk menghindari pajak dan memengaruhi kinerja saham dalam jangka pendek. (Scott, 2015)

Salah satu faktor yang memengaruhi imbal hasil saham adalah manajemen laba riil. Manajemen laba atau *earnings management* merupakan suatu kondisi dimana pihak manajemen ternyata tidak berhasil mencapai target laba yang ditentukan, maka manajemen akan memanfaatkan keleluasaan yang diperbolehkan oleh standar akuntansi dalam menyusun laporan keuangan untuk memodifikasi laba yang dilaporkan. Atau dalam kata lain Earning Management (Manajemen laba) adalah perekayasaan laba yang dilakukan oleh manajer. Ada dua pendekatan dalam manajemen laba yaitu manajemen laba akrual dan manajemen laba riil. Manajemen laba akrual adalah perekayasaan laba melalui aktivitas akrual seperti metode akuntansi. Sedangkan manajemen riil adalah manipulasi laba melalui aktivitas-aktivitas riil. Manajemen laba akrual diukur dengan short term dan long term akrual diskresioner. Sedangkan manajemen laba riil diukur dengan arus kas operasi abnormal (*abnormal CFO*), biaya produksi abnormal (*abnormal Production Costs*), dan biaya diskresioner abnormal (*abnormal Discretionary Expenses*). Dari hasil beberapa penelitian menunjukan bahwa manajer lebih cenderung melakukan manajemen laba melalui aktivitas riil dibandingkan dengan aktivitas akrual karena dianggap dapat menangkap pengaruh riil lebih baik daripada hanya akrual operasi dan lebih sulit dideteksi oleh auditor daripada manajemen laba berbasis akrual (Suhesti, 2015). Perusahaan sering menggunakan *Real Earnings Management* (REM) dan *Earnings Management* (EM) untuk menyesuaikan laporan keuangan agar terlihat lebih baik. Namun, praktik ini dapat berdampak negatif, seperti menurunkan kualitas laporan keuangan, mengurangi kepercayaan investor, dan mempengaruhi kinerja perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, penting untuk memahami dampaknya agar pengambilan keputusan bisnis lebih transparan dan berkelanjutan (Aggianti & Novita, 2024). Manajemen termotivasi untuk memperlihatkan kinerja yang baik dalam menghasilkan nilai atau keuntungan maksimal bagi perusahaan sehingga manajemen cenderung memilih dan menerapkan kebijakan akuntansi yang dapat memberikan informasi laba lebih baik (Healy & Wahlen, 1998).

Beberapa penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara real *earnings management* dengan imbal hasil saham (Bansal et al., 2021). Hasil dari beberapa penelitian menunjukkan bahwa manajemen laba memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil saham. Fajryamantika (2018) menyatakan bahwa manajemen laba tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. C. N. Sari (2020) membuktikan bahwa manajemen laba memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil saham. Kencana, (2021) Berdasarkan hasil pengujian, menunjukkan bahwa manajemen laba tidak terdapat pengaruh pada return saham. Putra et al. (2019) Manajemen laba yang semakin tinggi berdampak negatif dan signifikan terhadap imbal hasil saham masa depan. Rusdiyani (2020) menemukan bahwa manajemen laba berpengaruh negatif dan signifikan terhadap stock return.

Selain informasi mengenai laba, terdapat beberapa variabel yang memengaruhi *return* saham, salah satunya adalah *Leverage*. *Leverage* menarik untuk dimasukkan sebagai salah satu variabel independen dalam penelitian ini, bersama dengan manajemen laba sebagai variabel yang dapat mempengaruhi *return* saham. Kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya, yang mencakup utang jangka pendek dan jangka panjang, diukur dengan *leverage*. Nilai suatu perusahaan tergantung pada struktur modalnya (Modigliani & Miller, 1958) : (Adiwibowo, 2018). Menurut Modigliani & Miller (1958), peningkatan *leverage* akan meningkatkan risiko saham, yang mengakibatkan investor meminta *return* yang lebih tinggi.

Leverage yang lebih besar menunjukkan bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) dari *return* yang akan diperoleh akan meningkat, tetapi pada saat yang sama juga meningkatkan jumlah *return* yang diperoleh investor. kenaikan *leverage* juga akan meningkatkan risiko dan arus pendapatan bagi pemegang saham biasa. Risiko tersebut berupa ketidakpastian dalam hubungannya dengan kemampuan perusahaan membayar kewajiban tetapnya. Risiko yang tinggi menyebabkan harga saham menjadi rendah, sedangkan hasil pengembalian yang lebih tinggi akan menyebabkan harga saham menjadi lebih tinggi, dengan asumsi faktor-faktor lain tidak berubah. Beberapa penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara *leverage* dengan imbal hasil saham. Diantaranya Adiwibowo (2018), Karina & Nadeak (2021) menyatakan *leverage* berpengaruh terhadap *return* Saham. Hal ini mengindikasikan bahwa *leverage* dianggap sebagai risiko bagi investor, sehingga semakin besar *leverage* yang berarti semakin tinggi risiko akan menurunkan *return* saham.

Selain manajemen laba dan *leverage* sebagai variabel yang dapat memengaruhi *return* saham, terdapat beberapa variabel yang memengaruhi *return* saham, salah satunya adalah faktor ukuran perusahaan. Faktor ini merupakan salah satu faktor penting dalam pembentukan *return* saham (Hou & Van Dijk, 2008). Soleman (2008) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan mencerminkan perusahaan mempunyai kemampuan yang semakin besar untuk dapat membiayai kebutuhan dananya (kesempatan investasi) pada masa yang akan datang. Sehingga dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memberikan pengaruh positif bagi investasi. Apabila ukuran perusahaan besar, maka semakin besar pula pendapatan yang dihasilkan dan laba perusahaan akan semakin besar dan tentu akan memberikan *return* yang cukup besar bagi pemegang saham. Beberapa penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara ukuran perusahaan dengan imbal hasil saham. Adiwibowo (2018) dan Wahyudi, (2022), menyatakan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham. Besar kecilnya aset yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan oleh investor. Aprillia & Amanah, (2023), menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

Dengan adanya fenomena ini, maka penelitian ini bermaksud untuk menguji kembali pengaruh manajemen laba riil terhadap imbal hasil saham guna mendapatkan bukti empiris yang lebih akurat dan komprehensif, mengingat masih terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya Meskipun penelitian-penelitian tersebut telah memberikan kontribusi penting, terdapat beberapa kekurangan yang perlu dikembangkan. Pertama, sebagian besar penelitian berfokus pada periode pra-pandemi, sehingga belum mencerminkan dinamika terkini dalam industri *food and beverage*. Kedua, penelitian yang ada belum mempertimbangkan pengaruh transformasi digital terhadap praktik manajemen laba riil secara komprehensif. Ketiga, masih terdapat kesenjangan dalam pemahaman tentang bagaimana karakteristik perusahaan sektor F&B di Indonesia mempengaruhi hubungan antara manajemen laba riil dan imbal hasil.

Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya karena penelitian ini berfokus pada perusahaan-perusahaan di sektor makanan dan minuman (F&B) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX).. Penelitian ini meneliti bagaimana *Real Earning Management* memengaruhi imbal hasil saham pada perusahaan-perusahaan di sektor makanan dan minuman (F&B) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX).. Selain itu, penelitian ini mengembangkan penelitian sebelumnya dengan menambahkan variabel lain seperti variabel moderasi yaitu ukuran perusahaan.

Permasalahan yang akan diuji dalam penelitian ini adalah (i) Apakah *real earning management* berpengaruh dan signifikan terhadap imbal hasil saham pada perusahaan-perusahaan F&B yang terdaftar di IDX (ii) Apakah *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil saham pada perusahaan-perusahaan F&B yang terdaftar di

IDX (iii) Apakah ukuran perusahaan memoderasi (memperkuat atau memperlemah) pengaruh real earnings management terhadap imbal hasil saham pada perusahaan-perusahaan F&B yang terdaftar di IDX. (iv) Apakah ukuran perusahaan memoderasi (memperkuat atau memperlemah) pengaruh *leverage* terhadap imbal hasil saham pada perusahaan-perusahaan F&B yang terdaftar di IDX.

2. Kajian Pustaka

2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Dalam kaitannya dengan manajemen laba, terdapat dua teori besar yang mendasarinya yaitu *stewardship theory* untuk manajemen laba yang bersifat efisien dan *agency theory* untuk manajemen laba yang bersifat oportunistik. *Stewardship theory* berpendapat bahwa manajer merupakan penjaga amanah yang baik sehingga praktik manajemen laba yang dilakukannya akan menguntungkan pemilik, sedangkan *agency theory* berpendapat terdapat perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan. Penelitian yang dilakukan akan berfokus pada praktik manajemen laba yang bersifat oportunistik karena praktik manajemen laba yang umum terjadi, termasuk di Indonesia merupakan praktik manajemen laba oportunistik seperti diprediksi oleh teori keagenan (Gumati, 2000)

Agency theory merupakan suatu teori yang menjelaskan masalah keagenan yang timbul ketika pemilik perusahaan (*principal*) memberikan wewenang kepada manajemen (agent) (Jensen. & Meckling, 1976). Permasalahan muncul ketika agent memiliki kepentingan yang berbeda dengan *principal* yang kemudian disebut dengan *agency problem*. *Agency problem* kemudian akan memunculkan biaya keagenan atau yang biasa disebut dengan *agency cost*. *Agency cost* merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan yang akan menurunkan kekayaan *principal* untuk memastikan bahwa agen bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*. Salah satu biaya yang harus dikeluarkan adalah biaya pengawasan, baik pengawasan internal (misalnya melalui komite audit dan audit internal) maupun pengawasan eksternal (misalnya melalui audit eksternal).

2.2. Signaling Theory

Rizki & Amanah (2020) menjelaskan, teori sinyal memberikan penjelasan tentang prosedur yang harus dilakukan manajemen untuk memberikan informasi kepada individu yang menggunakan laporan keuangan. Manajemen berkewajiban kepada pengguna laporan keuangan yang sesuai dengan pekerjaan yang telah diselesaikan, dan tujuan keterbukaan informasi ini adalah untuk memenuhi tanggung jawab tersebut. Menurut R. A. I. Sari & Priyadi (2016) secara teoritis berkisar pada pertukaran informasi antara semua pihak yang terlibat, baik internal maupun eksternal. Dalam kebanyakan kasus, manajemen suatu korporasi memiliki akses terhadap informasi yang lebih spesifik mengenai keadaan perusahaan dibandingkan pihak di luar perusahaan. Untuk menentukan ada atau tidaknya kebocoran informasi, manajemen perusahaan akan memilih tahun yang memuat seluruh informasi kegiatan perusahaan pada tahun tersebut. Surat ini mungkin dipandang sebagai berita positif (kabar baik) atau negatif (kabar buruk), bergantung pada sudut pandang.

2.3. Manajemen Laba riil (*real earning management*)

Menurut Roychowdhury (2006), manajemen laba riil adalah praktik perekayasaan laba yang dilakukan dengan mengelola aktivitas riil perusahaan. Sementara itu, menurut Gunny (2005) manajemen laba riil adalah tindakan yang terjadi ketika manajer melakukan tindakan yang menyimpang dari praktik yang sebenarnya untuk meningkatkan laba yang dilaporkan selama periode akuntansi yang berjalan.

Menurut Roychowdhury (2006), perusahaan memanfaatkan *real earnings management* untuk mengurangi kerugian. Mereka melakukan ini dengan mengontrol penjualan, mengurangi produksi, dan mengurangi pengeluaran diskresioner.

Menurut penelitian Roychowdhury (2006) ; Ningsih (2016). manajer keuangan (CFO) mengawasi aliran kas dari aktivitas operasi bisnis. Biaya produksi dihitung dengan menambahkan perubahan pada inventori ke dalam *cost of goods sold* (CoGS). Selain itu, biaya diskresioner dihitung menggunakan *selling, general, & administrative expenses* (SG&A) dan *research & development expenses* (R&D). Manajemen laba riil dapat diukur dengan menggunakan tiga proksi, yaitu:

1. *Abnormal cash flow operations* (*Abnormal* CFO) / Arus kas operasi abnormal

Abnormal CFO adalah manipulasi laba yang dilakukan perusahaan melalui aliran operasi kas yang akan memiliki aliran kas lebih rendah daripada level normalnya.

2. *Abnormal production costs* (*Abnormal* PROD) / Biaya kegiatan produksi abnormal

Abnormal PROD adalah Manajemen laba riil yang dilakukan melalui manipulasi biaya produksi, dimana perusahaan akan memiliki biaya produksi lebih tinggi daripada level normalnya

3. *Abnormal discretionary expenses* (*Abnormal* DISCR) / Biaya diskresionari abnormal

Abnormal DISC adalah manipulasi laba yang dilakukan melalui biaya penelitian dan pengembangan, biaya iklan, biaya penjualan, administrasi, dan umum.

Dengan ketiga cara di atas perusahaan-perusahaan yang diduga (*suspect*) melakukan manipulasi aktivitas riil akan mempunyai *abnormal cash flow operations* (CFO) dan *abnormal production cost* yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan lain serta *abnormal discretionary expenses* yang lebih kecil. Indikasi keterlibatan manajemen perusahaan pendapatan dengan manipulasi aktivitas nyata dapat ditunjukkan oleh nilai abnormal kegiatan. Pengukuran nilai abnormal dari aktivitas setiap deviasi antara nilai aktual dan nilai aktivitas yang diharapkan. Konsisten dengan definisi Roychowdhury (2006), Graham et al. (2005) menemukan bahwa (a) eksekutif keuangan memberikan perhatian yang besar terhadap target laba seperti laba nol (*zero earning*), laba periode sebelumnya dan ramalan analis; (b) mereka akan melakukan manipulasi aktivitas riil untuk mencapai target ini, meskipun tindakan pengelolaan ini secara potensial mengurangi nilai perusahaan.

2.4. *Leverage*

Leverage adalah mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang terdiri dari utang jangka pendek dan utang jangka panjangnya (Adiwibowo, 2018). *Leverage* didalam penelitian ini diwakili oleh *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* adalah rasio yang merupakan perbandingan antara total utang dengan modal sendiri. Brigham & Houston (2006) menyebutkan ada dua macam *leverage* dalam suatu perusahaan, yaitu *leverage operasi* (*operating leverage*) dan *leverage keuangan* (*financial leverage*). *Leverage* operasi merupakan suatu proporsi antara biaya tetap dan biaya variabel. Apabila sebagian besar biaya adalah biaya tetap, maka perusahaan tersebut dikatakan memiliki tingkat *leverage* operasi yang tinggi, sehingga semakin tinggi tingkat *leverage* operasi akan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi. *Leverage* keuangan (*financial leverage*) merupakan suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Dalam penelitian ini yang dimaksud *leverage* adalah *financial leverage*.

2.5. Imbal Hasil Saham

Tingkat pengembalian saham (*stock return*) adalah seberapa besar pengembalian saham biasa dan pembayaran kas yang diperoleh dari saham yang dimiliki ditambah dengan perubahan harga pasar saham kemudian dibagikan dengan harga saham pada saat pertama kali melakukan investasi. Oleh karena itu imbal hasil saham bersumber dari pendapatan (*dividen*) dan perubahan harga pasar saham (*capital gain* atau *loss*). Fajryamantika (2018) menyatakan *return* merupakan hasil laba yang diperoleh dari perbedaan antar nilai investasi awal dengan realisasi investasi setelah periode tertentu. Menurut Umam & Sutanto (2017) imbal hasil didefinisikan sebagai keuntungan yang dinikmati investor atas investasi saham yang dilakukannya. *Return* dibedakan menjadi dua macam yaitu *realized return* dan *expected return*. Menurut Istiqomah & Adhariani (2017) *realized return* adalah *return* aktual yang diperoleh investor pada periode investasi tertentu, sedangkan *expected return* merupakan *return* yang diharapkan oleh investor di masa datang atas investasi yang dilakukannya. *Expected return* dihitung dengan menggunakan pendekatan *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*.

2.6. Ukuran Perusahaan

Menurut Hery (2017) ukuran perusahaan merupakan suatu skala untuk mengklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain dengan total aset, total penjualan, nilai pasar saham, dan sebagainya. Ukuran perusahaan dapat menentukan persepsi investor terhadap perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan dapat diinterpretasikan sebagai skala operasi perusahaan (besar atau kecil). Skala operasi ini menimbulkan berbagai penafsiran, antara lain luasnya pangsa pasar, kuatnya permodalan, serta tingginya tingkat penjualan. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menilai besar kecilnya suatu perusahaan ialah dengan melihat total aktiva perusahaan tersebut. Perusahaan yang dengan total aktiva yang besar biasanya telah mapan dalam permodalan dan memiliki kemampuan dalam mengelola sumber-sumber keuangannya karena perusahaan tersebut biasanya bukan merupakan perusahaan baru sehingga cukup berpengalaman dalam industri.

2.7. Pengembangan Hipotesis

2.6.1 Hubungan Manajemen Laba Riil Terhadap Imbal Hasil Saham

Skinner & Sloan (2002), mengatakan bahwa pengembalian saham yang rendah dipengaruhi oleh informasi laba yang ada di perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang menyatakan bahwa informasi keuangan yang dilaporkan oleh manajemen dapat memberikan sinyal positif maupun negatif kepada investor (Spence, 1973). Manajemen laba yang dilakukan perusahaan dapat dipandang sebagai sinyal negatif bagi investor, karena mengindikasikan adanya tindakan oportunistik manajemen untuk menyembunyikan kinerja perusahaan yang sebenarnya. Informasi laba yang tidak mencerminkan kondisi ekonomi perusahaan yang sesungguhnya dapat menyebabkan reaksi pasar yang tidak sesuai, sehingga berdampak pada penurunan imbal hasil saham (Skinner & Sloan, 2002). Bansal et al., (2021) menyatakan manajemen laba riil (*Real Earnings Management*, REM) ke bawah cenderung dihargai lebih tinggi oleh investor karena dianggap berisiko, sehingga memerlukan premi risiko yang lebih besar. Sebaliknya, REM ke atas dianggap oportunistik dan menghasilkan pengembalian saham yang lebih rendah.. Oleh karena itu, arah hubungan REM dan pengembalian saham pada perusahaan besar lebih cenderung negatif, begitupun sebaliknya. Temuan ini sejalan dengan temuan empiris sebelumnya, beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa manajemen laba memiliki pengaruh negatif terhadap imbal hasil saham (C. N. Sari, 2020) dan (Karina & Nadeak, 2021).

H1 : Manajemen laba riil berpengaruh terhadap imbal hasil saham

2.6.2 Hubungan *Leverage* Terhadap Imbal Hasil Saham

Leverage yang diproksikan dengan *debt to equity ratio*, memberikan batas keseimbangan yang harus dipertahankan oleh suatu perusahaan mengenai besarnya modal yang berasal dari eksternal dan modal internal (Adiwibowo, 2018). *Signaling Theory* menjadi teori yang mendukung, di mana *leverage* digunakan sebagai sinyal positif bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan. Semakin tinggi *leverage*, maka akan semakin tinggi risiko yang dihadapi investor, karena investor akan berasumsi bahwa apabila terjadi kebangkrutan, maka sebagian besar asset perusahaan akan digunakan untuk melunasi *leverage*. Hal itu, sesuai dengan pendapat Modigliani & Miller (1958) yang menyatakan bahwa meningkatnya *leverage* akan meningkatkan risiko saham, sehingga investor akan meminta *return* yang lebih tinggi. Adami et al. (2010) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan *return* saham, dimana semakin besar *leverage*, maka *return* saham akan semakin rendah. Hasil penelitian tersebut memperkuat hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Karina & Nadeak (2021), Aprillia & Amanah, (2023), Wahyudi, (2022) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap pengembalian saham.

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil saham

2.6.3 Pengaruh Manajemen Laba Riil terhadap Imbal Hasil Saham dengan Ukuran perusahaan Sebagai Variabel Moderasi.

Menurut Bansal et al., (2021) Ukuran perusahaan merupakan skala yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan berbagai cara, antara lain total aset, total penjualan, dan nilai pasar saham. Penelitian Bansal et al., (2021) menemukan bahwa perusahaan besar lebih cenderung melakukan manajemen laba yang meningkat. Hal ini karena perusahaan besar memiliki tekanan yang lebih besar untuk memenuhi target laba yang diharapkan investor. Terkait *return* saham, ukuran perusahaan juga berperan penting karena perusahaan besar umumnya lebih diperhatikan di pasar modal. Informasi tentang praktik manajemen laba pada perusahaan besar akan lebih cepat tercermin dalam harga sahamnya. Sejalan dengan teori keagenan atau *agency theory* yang mengatakan bahwa kemungkinan konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham meningkat dengan ukuran perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan (*firm size*) diduga akan memperlemah hubungan negatif antara manajemen laba riil dan imbal hasil saham. Pada perusahaan berukuran besar, dampak manajemen laba riil terhadap imbal hasil saham mungkin akan lebih lemah dibandingkan pada perusahaan kecil, karena kompleksitas dan potensi konflik agensi yang lebih tinggi. Beberapa penelitian terdahulu yang mendukung hipotesis ini, mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan memoderasi (memperlemah) pengaruh manajemen laba riil terhadap imbal hasil saham hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung lebih sering melakukan manajemen laba ke atas untuk mempertahankan citra stabil di pasar, yang pada akhirnya berkontribusi pada pengembalian saham yang lebih rendah. (Bansal et al., 2021) (Karina & Nadeak, 2021) (Wahyudi, 2022)

H3 : Ukuran perusahaan memoderasi hubungan antara manajemen laba riil terhadap imbal hasil saham.

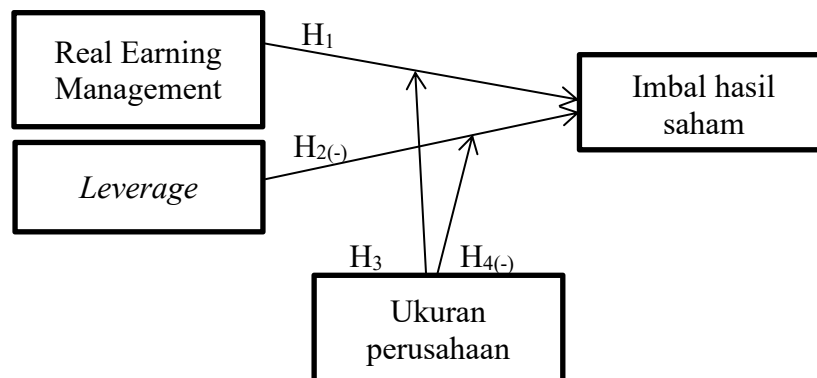
2.6.4 Pengaruh *Leverage* terhadap Imbal Hasil saham dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi

Ukuran perusahaan menggambarkan skala besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan total aset, penjualan, atau nilai pasar. Perusahaan besar umumnya memiliki stabilitas yang lebih tinggi dan mekanisme pengawasan yang lebih ketat,

sehingga mampu mengelola risiko keuangan dari leverage dengan lebih baik. Sebaliknya, perusahaan kecil lebih rentan terhadap risiko keuangan, yang membuat leverage berdampak lebih signifikan pada imbal hasil saham mereka. Berdasarkan teori keagenan, perusahaan besar memiliki konflik keagenan yang lebih tinggi karena kompleksitasnya. Namun, pengawasan yang lebih baik dapat mengurangi dampak negatif leverage terhadap imbal hasil saham. Penelitian sebelumnya, Panjaitan & Supriyati (2023) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memoderasi memperlemah hubungan antara leverage dan nilai perusahaan. Meskipun penelitian ini berfokus pada nilai perusahaan, temuan ini bisa diterapkan pada imbal hasil saham karena nilai perusahaan dan return saham saling terkait di pasar modal. Penelitian ini dapat digunakan untuk mengembangkan hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memperlemah dampak negatif *leverage* terhadap return saham pada perusahaan besar. Penelitian lainya, seperti, Aprilliany (2022), menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi hubungan DER dan return saham, karena perusahaan besar lebih mampu mengelola risiko dari *leverage*.

H4 : Ukuran perusahaan memoderasi (memperlemah) hubungan antara *leverage* dan imbal hasil saham.

2.7. Model Penelitian



Gambar 1 Model Penelitian

3. Metode Penelitian

3.1 Populasi

Salah satu yang perlu dilakukan dalam penelitian ini adalah menentukan populasi dari penelitian. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di sektor makanan dan minuman (*Food and Beverages/F&B*) pada Bursa Efek Indonesia (IDX) selama periode 2019 hingga 2023. Populasi ini mencakup perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam subsektor makanan dan minuman berdasarkan klasifikasi sektor industri di IDX selama periode 2019 hingga 2023.

3.2 Sampel dan Teknik Sampling

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di sektor makanan dan minuman (*Food and Beverages/F&B*) pada Bursa Efek Indonesia (IDX) selama periode 2019 hingga 2023. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah non-probability sampling dengan metode purposive sampling, dengan kriteria:

1. Terdaftar di sektor F&B pada IDX

Perusahaan harus tergolong dalam sektor makanan dan minuman sesuai klasifikasi BursaEfek Indonesia selama periode penelitian.

2. Menerbitkan laporan keuangan tahunan yang lengkap
Perusahaan wajib memiliki laporan keuangan tahunan yang lengkap dan telah diaudit untuk periode 2019 hingga 2023, yang memuat informasi terkait variabel penelitian seperti data Real Earnings Management, leverage, ukuran perusahaan, dan imbal hasil saham.
3. Data relevan tersedia
Perusahaan memiliki data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel penelitian, seperti data arus kas operasi, penjualan, biaya produksi, total aset, dan rasio leverage.

3.2 Definisi Operasional

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 1 Konsep definisi operasional variabel

Variabel penelitian	Definisi	Proxy
Manajemen laba riil	Menurut Bansal et al., (2021) <i>real earning management</i> (REM) didefinisikan sebagai penyimpangan dari aktivitas bisnis normal untuk tujuan mengelola laba. Ini mencakup tindakan manajerial yang memengaruhi laporan laba secara langsung melalui operasi nyata, bukan melalui manipulasi akrual.	Menggunakan 3 proksi Roychowdhury (2006): a) <i>Abnormal Cash Flow Operations</i> (<i>Abnormal</i> CFO) $\frac{CFO_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$ • CFO : Cash flow from operations (arus kas operasi). • AT : Total assets (aset total). • Sales : Pendapatan penjualan. • $\Delta sales$: Perubahan penjualan dari t-1 ke t. • Residual ($\epsilon_{i,t}$) adalah nilai A_CFO. b) <i>Abnormal production costs</i> (<i>Abnormal</i> PROD) $\frac{PROD_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$ • PROD: Production costs (biaya produksi), yaitu jumlah dari cost of goods sold (COGS) dan perubahan inventaris. • Residual ($\epsilon_{i,t}$) adalah nilai A_PROD.

		c) <i>Abnormal discretionary expenses (Abnormal DISCR)</i> $\frac{DISX_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$ - DISX: Discretionary expenses (pengeluaran diskresioner), seperti biaya iklan, penelitian dan pengembangan (R&D), serta biaya penjualan, umum, dan administrasi (SG&A). - Residual ($\epsilon_{i,t}$) adalah nilai A_DISX. d) <i>REM Score</i> Nilai abnormal (ϵ) dari masing-masing regresi mewakili indikasi manipulasi laba riil. Nilai ini dapat dijumlahkan untuk mendapatkan total REM $REM = -ACFO + APROD - ADISX$ -ACFO: Nilai abnormal arus kas operasional dikurangkan, karena manipulasi laba melalui arus kas cenderung mengurangi cash flow aktual (misalnya, dengan mempercepat pengakuan pendapatan). APROD: Nilai abnormal biaya produksi ditambahkan, karena manipulasi laba sering meningkatkan produksi untuk menurunkan biaya per unit. -ADISX: Nilai abnormal pengeluaran diskresioner dikurangkan, karena manipulasi laba cenderung menurunkan pengeluaran seperti R&D dan pemasaran.
<i>Leverage</i>	Menurut Adiwibowo (2018) <i>Leverage</i> adalah mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang terdiri dari utang jangka	Menggunakan <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> $DER = \frac{Total Liabilitas}{Total Equitas}$

	pendek dan utang jangka panjangnya.	
Imbal hasil saham	Fajryamantika (2018) menyatakan return merupakan hasil laba yang diperoleh dari perbedaan antar nilai investasi awal dengan realisasi investasi setelah periode tertentu.	Menggunakan actual return yang dihitung sebagai: $R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ P_t : Harga saham pada periode t. P_{t-1} : Harga saham pada periode sebelumnya (t -1)
Ukuran perusahaan	Menurut Bansal et al., (2021) Ukuran perusahaan merupakan skala yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan berbagai cara, antara lain total aset, total penjualan, dan nilai pasar saham	Firm Size=Log(Total Aset)

3.3 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dan data harga saham perusahaan sektor makanan dan minuman (F&B) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) selama periode 2019-2023 yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (IDX) atau situs resmi masing-masing perusahaan.

3.4 Metode Analisis Data

Penelitian ini memakai metode kuantitatif. Metode kuantitatif ialah instrumen untuk melakukan pengumpulan data dan analisa data yang memiliki sifat kuantitatif ataupun statistik guna mempelajari populasi atau sampel tertentu (Sugiyono, 2021). Teknik yang digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian ini yaitu SPSS (*Statistical Package for the Social Science*). SPSS merupakan software atau program aplikasi komputer yang digunakan untuk keperluan pengolahan data *statistik*, dengan menggunakan menu-menu deskriptif dan kotak-kotak dialog yang sederhana sehingga mudah dipahami dalam cara pengoperasiannya (Ghozali, 2021). Analisis riset ini memakai beberapa uji yakni pengujian validitas serta reabilitas, pengujian asumsi klasik, analisa regresi linier berganda, pengujian kelayakan model, dan pengujian hipotesis.

3.5 Uji Statistik Deskriptif

Menurut Ghozali (2021) statistik deskriptif sebagai metode untuk mendeskripsikan, menggambarkan, menguraikan, dan meringkas data sehingga data tersebut menjadi informasi yang lebih mudah dipahami. Atau lebih mudahnya analisis statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi mengenai karakteristik data sampel yang meliputi nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum, minimum.

3.6 Uji Asumsi Klasik

3.6.1 Uji Normalitas

Pengujian normalitas dipakai guna mengerti apakah data yang digunakan dalam penelitian pada model regresi, nilai residual berdistribusi normal (Ghozali, 2021). Penelitian ini menggunakan uji normalitas Kolmogorov-Smirnov. Alasan peneliti menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov karena sampel data pada penelitian ini relatif besar (>50) sehingga uji Kolmogorov-Smirnov ini lebih sesuai. Apabila nilai signifikansi uji KS melampaui 0,05 alhasil data dianggap normal. Sedangkan apabila dibawah 0,05 alhasil data

dikatakan tak normal.

3.6.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi yang kuat antar variabel independen dalam model regresi. Uji multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat nilai Tolerance dan Variance Inflation Factor (VIF). Seharusnya model regresi tidak memiliki korelasi antar variabel independen. Hal itu mampu diketahui melalui pengamatan nilai tolerance serta variance inflation factor (VIF) . Model regresi dikatakan tidak terdapat permasalahan multikolinieritas jikalau nilai tolerance $> 0,1$ serta nilai VIF < 10 (Ghozali, 2021).

3.6.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain dalam model regresi. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan metode uji park . Dengan menggunakan uji park, peneliti dapat dengan mudah mendeteksi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan, sehingga dapat memenuhi asumsi klasik dengan lebih baik. Guna mengerti terdapat atau tidaknya heterogenitas melalui uji Park dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas, jika nilai signifikansi variabel independen $> 0,05$. Dan jika nilai signifikansi variabel independen $< 0,05$, maka terjadi heteroskedastisitas.

3.6.4 Uji Autokorelasi

Dilakukan uji autokorelasi untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya) dalam model regresi. Autokorelasi dapat menyebabkan estimasi parameter model regresi menjadi tidak efisien (Ghozali, 2021). pengujian autokorelasi menjadi penting untuk dilakukan. Hal ini karena data laporan keuangan tahunan cenderung memiliki sifat runtut waktu (time series), sehingga kemungkinan terjadi autokorelasi perlu diperiksa. Model regresi dikatakan baik jika model regresi terbebas dari autokorelasi, dalam penelitian ini uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson (DW-test). Uji Durbin-Watson didasarkan pada residual dari regresi linear. dengan syarat adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak terdapat variabel lagi diantara variabel independen.

3.7 Analisis regresi linear berganda

Analisa regresi linear berganda ialah metode guna menganalisis hubungan antar sejumlah variabel independen dan variabel independen (Ghozali, 2021). Analisis regresi linear berganda dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen (manajemen laba riil dan ukuran perusahaan) terhadap variabel dependen (imbal hasil saham) secara simultan. Pengujian hipotesis dilakukan dengan melihat nilai signifikansi (p-value) dari masing-masing koefisien regresi. Jika nilai signifikansi $< 0,05$, maka variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

$$Y = a - \beta_1 \text{REM} - \beta_2 \text{DER} - \beta_3 \text{SIZE} + e$$

Dimana :

Y = Imbal Hasil Saham

a = Konstanta

β_1 - β_3 = Koefisien Regresi Variabel Independen

REM = Manajemen laba riil

DER = *Leverage*

SIZE = Ukuran perusahaan

e = Standar Error

3.8 Analisis regresi moderasi

Analisis regresi moderasi dilakukan untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan (Firm Size) memoderasi pengaruh manajemen laba riil (REM) terhadap imbal hasil saham (Y). Jika koefisien regresi interaksi (β_3) signifikan secara statistik ($p\text{-value} < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan (Firm Size) memoderasi pengaruh manajemen laba riil (REM) terhadap imbal hasil saham. Untuk menguji hipotesis 3 mengenai peran ukuran perusahaan (Firm Size) sebagai variabel moderasi antara manajemen laba riil (Real Earnings Management/REM) dan imbal hasil saham (Stock Return), digunakan analisis regresi moderasi dengan model persamaan sebagai berikut :

$$Y = a - \beta_1 \text{REM} - \beta_2 \text{DER} - \beta_3 \text{SIZE} - \beta_4 (\text{REM} * \text{SIZE}) - \beta_5 (\text{DER} * \text{SIZE}) + e$$

Keterangan:

Y = Imbal hasil saham

a = Konstanta

β_1 = Koefisien regresi variabel manajemen laba riil (REM)

β_2 = Koefisien regresi variabel *leverage* (DER)

β_3 = Koefisien regresi variabel ukuran perusahaan (SIZE)

β_4 = Koefisien regresi interaksi antara manajemen laba riil dan ukuran perusahaan (REMSIZE)

β_5 = Koefisien regresi interaksi antara manajemen laba riil dan *leverage* (DERSIZE)

REM = Manajemen laba riil

SIZE = Ukuran perusahaan

REMSIZE = Interaksi antara manajemen laba riil dan ukuran perusahaan

DERSIZE = interaksi antara manajemen laba riil dan *leverage*

e = Standar Error

3.9 Uji Goodnes of Fit

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari Goodnes of Fitnya. Secara statistik, dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai kelayakan model (uji F) dan nilai statistik t (uji t). (Ghozali, 2021).

3.9.1 Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah model regresi yang digunakan sudah layak (fit) atau tidak. Hal ini bertujuan untuk menguji signifikansi pengaruh *real earnings management* terhadap imbal hasil saham PT Bank central Asia Tbk. Dengan kriteria pengambilan keputusan:

1. Jikalau F hitung $> F$ tabel, atau nilai sig. $< 0,05$, alhasil variabel independen dengan cara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jikalau F hitung $< F$ Tabel atau nilai sig. $> 0,05$, alhasil variabel independen dengan cara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3.9.2 Uji Statistik t (Uji t)

Guna melakukan pengujian pengaruh parsial tiap-tiap variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan pengujian statistik t. Untuk mengetahui berpengaruh atau tidak, bisa dilihat melalui perbandingan nilai t hitung dan nilai t tabel, atau lewat melihat nilai signifikan (Ghozali, 2021).

1. Jikalau t hitung $< t$ tabel ataupun nilai signifikan $t > 0,05$, alhasil diberi pernyataan tak signifikan yang memiliki arti dengan cara parsial variabel bebas tak berpengaruh terhadap variabel terikat.
2. Jikalau t hitung $> t$ tabel ataupun nilai signifikan $t < 0,05$ alhasil diberi pernyataan signifikan yang memiliki arti dengan cara parsial variabel bebas berpengaruh terhadap

variabel terikat.

3.9.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Pengujian koefisien determinasi (R^2) memiliki tujuan untuk menjelaskan sejauh apa potensi model pada saat menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2021). Nilai R^2 berkisar diantara nol serta satu.