

## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 4.1. Deskripsi Unit Analisis / Observasi

Pada bagian ini akan dibahas mengenai proses pengolahan data untuk menguji hipotesis yang telah dibuat sebelumnya serta menganalisis hasil penelitian yang telah dilakukan. Penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari 146 perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian dari tahun 2007 hingga 2010, terdapat 27 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian. Adapun data yang diolah antara lain *Stock Return* sebagai variabel dependen, dan *Ohlson O-Score* sebagai proksi *Distress Risk*, *Beta*, *Firms Size*, dan *Book-to-market ratio* sebagai variabel independen. Dalam periode penelitian selama 4 tahun, terdapat 27 perusahaan yang diteliti sehingga dalam penelitian ini terdapat 108 observasi.

##### 4.1.1. Deskripsi Unit Analisis

Tabel 4.1. Tabel Statistik Deskriptif

	<i>Return</i>	<i>O-Score</i>	<i>Modified O-Score</i>	<i>Beta</i>	<i>Firm Size</i>	<i>BtM Ratio</i>
<i>Mean</i>	0,525	-1,830	-41,554	0,350	12,293	1,171
<i>Median</i>	0,386	-1,803	-42,462	0,235	12, 280	0,883
<i>Maximum</i>	3,933	1,667	-31,717	1,697	13.675	8,162
<i>Minimum</i>	- 0,777	- 3,913	-52,446	- 0,125	10,792	0,083
<i>Std. Dev.</i>	0,863	1,370	4,435	0,402	0,726	1,306
<i>Observation</i>	108	108	108	108	108	108

Sumber : Data diolah oleh penulis dengan *EViews 7.0*.

Dari tabel 4.1. dapat diketahui bahwa rata-rata return saham adalah 0,525. Sehingga dapat dikatakan rata-rata sampel perusahaan manufaktur yang diteliti mengalami peningkatan dari tahun ke tahun yaitu sebesar 52,5 %. Peningkatan tersebut berasal dari meningkatnya harga saham perusahaan dan dividen yang dibagikan ke pemegang saham pada satu periode.

*Return* saham tertinggi adalah sebesar 3,93 atau sebesar 393,33% dimiliki oleh PT. Gudang Garam Tbk pada tahun 2009. Sepanjang tahun 2009 harga saham Gudang Garam meningkat sangat signifikan, hal inilah yang menyebabkan tingginya *return* saham Gudang Garam. Peningkatan harga saham juga dipicu kinerja Gudang Garam yang sangat baik pada tahun 2009. Pada periode tersebut Gudang Garam mengalami peningkatan laba bersih sebesar 83,7% dari tahun 2008, dan juga peningkatan total asset sebesar 13%.

Disisi lain, PT. Colorpak Indonesia Tbk. pada periode 2010 memiliki *Return* saham terendah yaitu sebesar -0,777 atau sebesar - 77,7%. Hal ini disebabkan karena secara umum PT. Colorpak pada periode tersebut memiliki kinerja yang tidak cukup baik. Meskipun mengalami peningkatan penjualan bersih, namun karena kenaikan beban pokok penjualan yang lebih besar membuat laba usaha dan laba bersih perusahaan menurun. Penurunan efisiensi tersebut kemungkinan yang memicu penurunan harga saham CLPI, ditambah lagi dengan meningkatnya total hutang sebesar 27%.

Nilai *O-Score* merupakan pengukuran untuk melihat seberapa rentan perusahaan terhadap risiko kesulitan keuangan perusahaan. Ohlson *O-Score* membuat batasan nilai optimal pada 0,38. Maksudnya adalah apabila nilai  $O > 0,38$  berarti perusahaan tersebut berpotensi mengalami distress, dan sebaliknya jika  $O < 0,38$  berarti perusahaan tersebut diprediksi tidak mengalami distress. Atau dengan kata lain semakin tinggi *O-Score*, semakin perusahaan mengalami kesulitan keuangan sehingga berisiko mengalami kebangkrutan, dan semakin rendah *O-Score* semakin aman suatu perusahaan dari kesulitan keuangan.

Dari tabel 4.1. nilai *O-Score* terbesar yaitu sebesar 1,667 milik PT. Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2009. Tingginya nilai *O-Score* tersebut disebabkan karena beberapa faktor, MLBI pada periode tersebut memiliki perbandingan total hutang terhadap total aset sebesar 89,4%, memiliki *working capital* negatif sebesar Rp. -290 Miliar, sehingga perbandingan hutang lancar dengan aktiva lancarnya adalah sebesar 1,518. Berdasarkan faktor tersebut MLBI dinilai berisiko mengalami kesulitan keuangan berdasarkan nilai *O-score*.

Sedangkan nilai *O-Score* terendah dimiliki oleh PT. Delta Djakarta Tbk. pada periode 2010 yaitu sebesar, -3,913. Nilai tersebut disebabkan karena Delta Djakarta memiliki rasio total hutang terhadap total aset yang cukup rendah yaitu 0,163. Atau hanya 16,3 % dari total aset yang berasal dari hutang. Selain itu rasio hutang lancar terhadap aset lancar juga sangat rendah hanya sebesar 0,158, sehingga Delta Djakarta pada periode

tersebut memiliki working capital yang cukup besar yaitu 67,25% dari total asetnya atau sebesar Rp. 476 Miliar.

*O-score* modifikasi menggunakan nilai *cut-off point* 0,40. Apabila nilai *O-score* suatu perusahaan lebih dari *cut-off point* artinya perusahaan tersebut mengalami *financial distress*, dengan kata lain semakin tinggi *o-score* semakin perusahaan tersebut dinilai mengalami *financial distress*. Berdasarkan tabel 4.1. nilai rata-rata *o-score* modifikasi adalah -41,554, artinya menurut *o-score* modifikasi rata-rata perusahaan sampel dinilai tidak mengalami masalah *distress*. Nilai *O-score* modifikasi tertinggi dimiliki oleh IGAR (PT. Kageo Igar Jaya Tbk.) pada periode 2010 dengan nilai -31,717. Sedangkan nilai terendah *O-score* modifikasi adalah -52,446 yang dimiliki oleh MLBI (PT. Multi Bintang Indonesia Tbk.).

Berdasarkan jangkauan nilai *o-score* modifikasi tidak ada nilai yang melebihi nilai *cut-off*, artinya tidak ada perusahaan yang dianggap mengalami *financial distress*. Hasil ini berbeda dengan penilaian berdasarkan model *O-score* asli yang menilai 5 dari 108 sampel yang diobservasi mengalami *distress*. Hal ini menunjukkan bahwa model *o-score* asli tidak lebih akurat dari model *o-score* modifikasi untuk perusahaan di Indonesia.

Nilai beta menunjukkan sensitivitas dari pergerakan return saham suatu perusahaan terhadap pergerakan pasarnya. Berdasarkan tabel 4.1. nilai beta rata-rata adalah sebesar 0,35, sehingga bisa dikatakan bahwa secara rata-rata sampel perusahaan yang diteliti memiliki pergerakan

return saham yang searah dengan pergerakan IHSG, namun volatilitasnya tidak terlalu tinggi karena nilai beta tidak terlalu jauh dari angka 0. Nilai beta tertinggi yaitu 1,697 yang dimiliki oleh PT. *United Tractors* Tbk. pada tahun 2008. Nilai itu berarti UNTR memiliki saham yang volatilitasnya cukup tinggi, karena nilainya positif berarti pergerakan saham UNTR searah dengan pergerakan IHSG. Nilai beta terendah yaitu -0,125 yang dimiliki oleh PT. Delta Djakarta Tbk. pada tahun 2007. Pada periode tersebut DLTA memiliki pergerakan saham yang berlawanan arah dengan pergerakan IHSG, meskipun volatilitasnya cukup rendah.

Ukuran perusahaan dari sample perusahaan yang diteliti berdasarkan logaritma dari total aset perusahaan secara rata-rata adalah 12,92. Ukuran perusahaan terbesar yaitu 13,675 yang dimiliki oleh PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. pada tahun 2010. Pada periode tersebut Indofood memiliki nilai total aset sebanyak Rp. 47 Triliun. Indofood memiliki 9 segmen usaha yang masing-masing memiliki pasar yang cukup besar di Indonesia dan mampu menembus pasar dunia, dengan 3 segmen terbesarnya yaitu Mi Instan, Bogasari dan Minyak Nabati. Besarnya ukuran perusahaan Indofood juga didukung oleh tingginya jumlah peningkatan kas pada periode tersebut yaitu meningkat sebesar 133%, yang juga menyebabkan meningkatnya asset lancar sebesar 58%.

Ukuran perusahaan terkecil dari sampel perusahaan yang diteliti adalah 10,792 yang dimiliki oleh PT. Lionmesh Prima Tbk pada tahun 2008. Lionmesh hanya mencatatkan total aset sebesar Rp. 61,9 Miliar,

yang merupakan penurunan dari total aset tahun 2007 yang sebelumnya tercatat sebanyak Rp. 62,8 Miliar.

Rasio *book-to-market* dari sampel perusahaan yang diteliti memiliki rata-rata sebesar 1,16 atau bisa dikatakan rata-rata perusahaan yang diteliti *undervalue* namun tidak terlalu besar perbedaan nilai buku dan nilai pasarnya. Rasio *book-to-market* terbesar adalah sebesar 8,162 yang dimiliki PT. Indorama Synthetics Tbk pada tahun 2008. Rasio tersebut berarti Indorama memiliki saham yang *undervalue*. Dimana nilai buku berdasarkan total ekuitas perusahaan tidak dinilai tinggi oleh pasar. Pada periode tersebut Indorama mencatatkan nilai buku sebesar Rp. 2,67 Triliun, namun nilai pasar atau kapitalisasi pasarnya hanya sebesar Rp. 327 Miliar. Rasio tersebut tinggi karena Indorama mengalami peningkatan nilai buku dan disisi lain nilai pasarnya menurun, sehingga terjadi kesenjangan yang cukup tinggi antara nilai buku dan nilai pasarnya.

Rasio *book-to-market* terendah dari sampel perusahaan yang diteliti adalah 0,083 yang dimiliki oleh PT. HM Sampoerna Tbk. pada tahun 2010. Rasio tersebut artinya saham HM Sampoerna dinilai tinggi oleh pasar, atau dengan kata lain *overvalue*. Pada periode tersebut HM Sampoerna mengalami penurunan total ekuitas sebesar 2,4%, sementara itu peningkatan harga saham memicu peningkatan nilai pasar sebesar 170%. Perubahan yang signifikan itulah yang membuat rasio *book-to-market* HMSP rendah.

## 4.2. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Pembahasan dalam penelitian ini dibagi menjadi beberapa bagian, tahap pertama yang dilakukan adalah menguji kualitas data sampel, kemudian menguji asumsi klasik untuk mencegah terjadinya penyimpangan hasil penelitian akibat adanya bias di variable penelitian. Kemudian pengujian metode dan pendekatan terbaik analisis data panel. Selanjutnya dilakukan analisis regresi data panel.’

### 4.2.1. Uji Kualitas Data

#### 1. Uji *Outlier*

Pengujian outlier dilakukan dengan menggunakan *software* SPSS 17. Pengujian menggunakan *Casewise Diagnostic* dari analisis model dalam penelitian ini.

**Tabel 4.2. Output uji outlier Model 1 menggunakan SPSS 17**

Case Number	Std. Residual	Return	Predicted Value	Residual
27	3.752	3,9333	,813461	3,1198728

a. Dependent Variable: Return

**Tabel 4.3. Output uji outlier Model 2 menggunakan SPSS 17**

Case Number	Std. Residual	Return	Predicted Value	Residual
27	3.695	3,9333	,847950	3,0853833

a. Dependent Variable: Return

Dari hasil pengamatan pada tabel 4.2. dan 4.3. dapat diketahui bahwa pada model 1 dan 2 dari semua observasi yang dilakukan terdapat 1 outlier, yaitu pada observasi nomor 27. Observasi tersebut merupakan PT. Gudang Garam Tbk tahun 2009. Outlier dalam penelitian ini tidak dihilangkan, dengan pertimbangan variabel tersebut apabila dihilangkan justru memperkecil  $R^2$  dan memunculkan outlier lain (Tabel regresi pada lampiran 2 dan 3).

## 2. Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan Uji *Jarque-Bera* dengan menggunakan *software EViews 7.0*. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai *Jarque-Bera* dan nilai probabilitasnya. Pada model 1 dan model 2 data awalnya tidak memiliki distribusi normal, dengan nilai *Jarque-Bera* 38,73 dan *probability* lebih kecil dari alfa 5%. Kedua kurva normalitas memiliki kurva dengan *moderate skewness positive*. Untuk mengatasi hal tersebut dilakukan transformasi terhadap *return* saham dan *o-score*. Transformasi data menggunakan rumus *Square* ditambah dengan nilai minimum ditambah 0,001. Penambahan nilai dilakukan untuk mengubah nilai negatif menjadi positif, karena nilai negatif tidak dapat ditransformasi dengan *square*. Kemudian dilakukan uji normalitas kembali menggunakan *Eviews 7.0*.

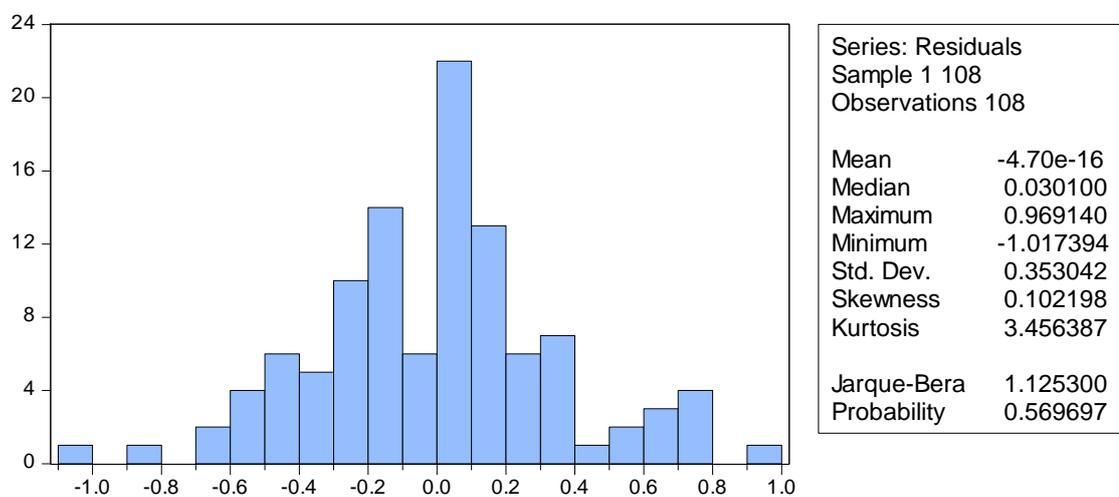
Hasil pada model 1 adalah pada Gambar 4.1. Dari hasil uji normalitas tersebut dapat dinyatakan sebagai berikut.

Hipotesis yang ada adalah sebagai berikut, terima  $H_0$  apabila  $\text{ProbJB} > \alpha$ .

$H_0$  : Data berdistribusi normal.

$H_1$  : Data tidak berdistribusi normal.

Dari hasil uji normalitas didapatkan bahwa nilai probabilitas Jarque-Bera adalah sebesar 0,569697 (56,97%). Nilai tersebut lebih besar dari pada  $\alpha$  (5%), maka data memiliki distribusi normal.



Gambar 4.1. Hasil Uji Normalitas Model 1

Sumber : Data diolah penulis menggunakan Eviews 7.0.

Tabel 4.4. Kolmogorov-Smirnov Test Model 1

		<i>Standardized Residual</i>
<i>N</i>		108
<i>Normal Parameters<sup>a,b</sup></i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	.98113038
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.074
	<i>Positive</i>	.074
	<i>Negative</i>	-.067
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		.772
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.591

Sumber : Data diolah penulis menggunakan SPSS 17.

Uji normalitas juga bisa dilakukan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan menggunakan SPSS 17. Uji KS dapat diukur menggunakan perbandingan *Asymp.Sig (2-tailed)* dengan  $\alpha$ , apabila  $AS > \alpha$  maka hipotesis yang menyatakan data berdistribusi normal tidak bisa ditolak. Pada tabel 4.4. dapat diketahui dari uji *Kolmogorov-Smirnov* tersebut, nilai *Asymp.Sig (2-tailed)* adalah sebesar 0,591 (59,1%) sedangkan nilai alfa yaitu 0,05 (5%). Dari hasil tersebut nilai *Asymp.Sig (2-tailed)*  $> \alpha$ , dengan kata lain data memiliki distribusi normal.

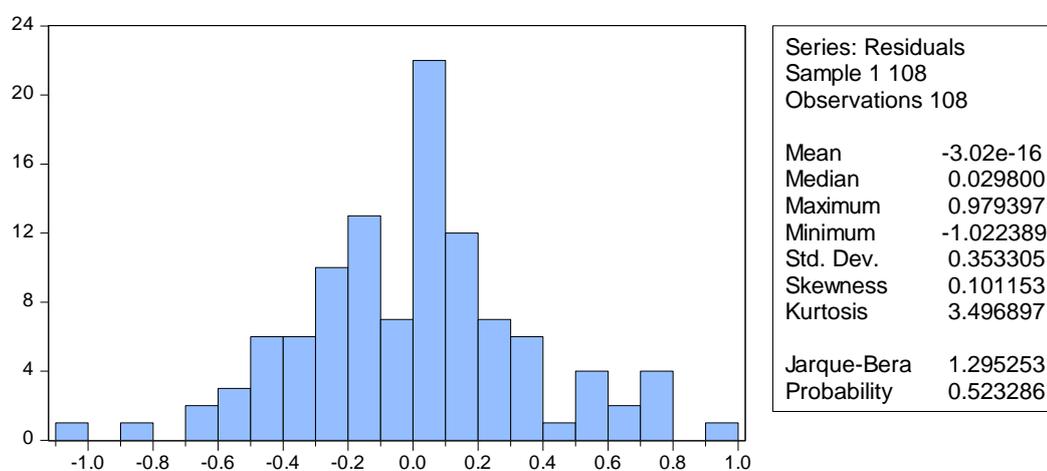
Hasil pada model 2 adalah pada Gambar 4.2. Dari hasil uji normalitas tersebut dapat dinyatakan sebagai berikut.

Hipotesis yang ada adalah sebagai berikut, terima  $H_0$  apabila  $ProbJB > \alpha$ .

$H_0$  : Data berdistribusi normal.

$H_1$  : Data tidak berdistribusi normal.

Dari hasil uji normalitas didapatkan bahwa nilai probabilitas Jarque-Bera adalah sebesar 0,523286 (52,33%). Nilai tersebut lebih besar dari pada  $\alpha$  (5%), maka data memiliki distribusi normal.



Gambar 4.2. Hasil Uji Normalitas Model 2

Sumber : Data diolah penulis menggunakan Eviews 7.0.

Tabel 4.5. *Kolmogorov-Smirnov Test Model 2*

		<i>Standardized Residual</i>
<i>N</i>		108
<i>Normal Parameters<sup>a,b</sup></i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	.98113038
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.070
	<i>Positive</i>	.070
	<i>Negative</i>	-.061
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		.724
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.671

Uji normalitas juga bisa dilakukan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan menggunakan SPSS 17. Uji KS dapat diukur menggunakan perbandingan *Asymp.Sig (2-tailed)* dengan  $\alpha$ , apabila  $AS > \alpha$  maka hipotesis yang menyatakan data berdistribusi normal tidak bisa ditolak. Pada tabel 4.4. dapat diketahui dari uji *Kolmogorov-Smirnov* tersebut, nilai *Asymp.Sig (2-tailed)* adalah sebesar 0,671 (67,1%) sedangkan nilai alfa yaitu 0,05 (5%). Dari hasil tersebut nilai *Asymp.Sig (2-tailed)*  $> \alpha$ , dengan kata lain data memiliki distribusi normal.

#### 4.2.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memenuhi asumsi *Best Linear Unbiased Estimator*. Untuk melakukan uji asumsi klasik antara lain menggunakan uji Multikolinearitas, uji Heteroskedastisitas dan uji Autokorelasi.

### 1. Uji Multikolinearitas

Untuk melakukan uji multikolinearitas digunakan *Pearson Correlation Matrix* terhadap semua variabel bebas di penelitian ini, *software* yang digunakan adalah SPSS 17.

**Tabel 4.6. *Pearson Correlation Matrix Model 1***

	<b>OS</b>	<b>Beta</b>	<b>Firm Size</b>	<b>BtM Ratio</b>
<b>OS</b>	1	0,2733	0,2269	0,1122
<b>Beta</b>	0,2733	1	0.6129	-0,1328
<b>Firm Size</b>	0,2269	0.6129	1	-0,1230
<b>BtM Ratio</b>	0,1122	-0,1328	-0,1230	1

Sumber : Data diolah penulis menggunakan Eviews 7.0.

**Tabel 4.7. *Pearson Correlation Matrix Model 2***

	<b>MOS</b>	<b>Beta</b>	<b>Firm Size</b>	<b>BtM Ratio</b>
<b>MOS</b>	1	-0.3344	-0.4083	-0.0377
<b>Beta</b>	-0.3344	1	0.6129	-0.1328
<b>Firm Size</b>	-0.4083	0.6129	1	-0.1230
<b>BtM Ratio</b>	-0.0377	-0.1328	-0.1230	1

Sumber : Data diolah penulis menggunakan Eviews 7.0.

Tabel 4.6. memuat nilai korelasi antar variabel bebas di dalam model 1 di penelitian ini dan tabel 4.7. memuat nilai korelasi antar variabel bebas di dalam model 2, kemudian untuk menginterpretasikan nilai korelasi tersebut dapat dilihat di tabel 4.8.

**Tabel 4.8. Pearson's Correlation Coefficient : Strength of the Relationship**

<i>Correlation Coefficient</i>	<i>Interpretation</i>
.00	Tidak ada Korelasi
0,1 - .19	Sangat Rendah, Korelasi yang terjadi sangat kecil
.20 - .39	Rendah, Korelasi yang terjadi kecil
.40 - .69	Sedang, Korelasi yang terjadi tidak tinggi (menengah)
.70 - .89	Tinggi, Korelasi yang terjadi cukup tinggi
.90 - .99	Sangat Tinggi, Korelasi yang terjadi sangat tinggi
1.00	Korelasi Sempurna

Sumber : *Module 4 : Correlation, pathwayscourses.samhsa.gov*

Berdasarkan tabel 4.6. dan tabel 4.7. nilai korelasi yang tertinggi dari kedua model tersebut adalah antara *firm size* dan *beta* yaitu 0,6129, dimana nilai tersebut masuk kedalam kategori korelasi yang tidak tinggi (menengah). Dan sesuai dengan “*rule of thumb*”, karena koefisien korelasi dalam penelitian ini tidak ada yang lebih dari 0,8 sehingga tidak terjadi masalah multikolinearitas didalam penelitian ini.

## 2. Uji Heteroskedastisitas

Untuk melakukan pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini, digunakan Uji *White*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *EViews 7*.

Tabel 4.9. Pengujian Heteroskedastisitas : Uji *White Model 1*

<i>Heteroskedasticity Test: White</i>			
<i>F-statistic</i>	0.866425	<i>Prob. F(14,93)</i>	0.5967
<i>Obs*R-squared</i>	12.46110	<i>Prob. Chi-Square(14)</i>	0.5693
<i>Scaled explained SS</i>	13.92035	<i>Prob. Chi-Square(14)</i>	0.4557

Sumber : Data diolah penulis menggunakan *Eviews 7*.

Tabel 4.10. Pengujian Heteroskedastisitas : Uji *White Model 2*

<i>Heteroskedasticity Test: White</i>			
<i>F-statistic</i>	0.818897	<i>Prob. F(14,93)</i>	0.6470
<i>Obs*R-squared</i>	11.85256	<i>Prob. Chi-Square(14)</i>	0.6181
<i>Scaled explained SS</i>	13.45891	<i>Prob. Chi-Square(14)</i>	0.4907

Sumber : Data diolah penulis menggunakan *Eviews 7*.

Data dikatakan bersifat heteroskedastis apabila nilai *Probability  $\chi^2$*  dari *Observed  $R^2$*  lebih kecil dari  $\alpha$ . Dari tabel 4.9. dapat diketahui nilai *Probability  $\chi^2$*  dari *Observed  $R^2$*  dari Model 1 adalah 0,5693. Nilai tersebut lebih besar dari  $\alpha$ , 0,05 (0,5%). Kemudian dari tabel 4.10. dapat diketahui nilai *Probability  $\chi^2$*  dari *Observed  $R^2$*  dari Model 2 adalah 0,618. Nilai tersebut juga lebih besar dari  $\alpha$ , 0,05 (0,5%). Oleh karena itu dapat dikatakan data dari model 1 dan model 2 di penelitian ini tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

### 3. Uji Autokorelasi

Untuk mengidentifikasi adanya autokorelasi dapat dilakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson* dan membandingkannya di dalam tabel *Durbin-Watson*. Berdasarkan hasil estimasi data dalam penelitian ini, didapatkan nilai statistik *Durbin-Watson* untuk model 1 sebesar 2,149, dan untuk model 2 sebesar 2,139. Untuk membandingkan nilai statistik *Durbin-Watson* dengan nilai tabel *Durbin-Watson* dapat dilihat di tabel 4.11.

Tabel 4.11. Tabel *Durbin-Watson* ( $k=4$ ,  $n=108$ )

Autokorelasi Positif	Indikasi (Ragu-Ragu)	Tidak Ada Autokorelasi	Indikasi (Ragu-Ragu)	Autokorelasi Negatif
0	$d_L$	$d_U$	$4-d_U$	$4-d_L$
0	1,61	1,76	2,24	2,39

**Model 1 = 2,15, Model 2 = 2,14**

Sumber : [www.stanford.edu](http://www.stanford.edu) , berdasarkan data penulis

Nilai didalam tabel *Durbin-Watson* didapatkan berdasarkan jumlah variabel bebas ( $k$ ) dan jumlah sampel ( $n$ ) dalam penelitian ini. Nilai  $d_L$  yang didapatkan adalah 1,61 dan nilai  $d_U$  yang didapatkan adalah 1,76. Berdasarkan tabel 4,11. nilai statistik *Durbin-Watson* kedua model dalam penelitian ini berada didalam area antara  $d_U$  dan  $4-d_U$ , sehingga bisa dikatakan tidak ada autokorelasi didalam kedua model di penelitian ini.

#### 4.2.3. Pengujian Metode Data Panel

Sebelum melakukan analisis regresi data panel, perlu dilakukan pengujian untuk pemilihan pendekatan metode analisis data panel yang sesuai dengan data dalam penelitian ini. Pertama perlu dilakukan pengujian *Likelihood Ratio Test*, kemudian apabila hasilnya tidak signifikan dilakukan pengujian *Hausman*.

1. Pengujian *Likelihood Ratio Test*.

Pengujian *Likelihood Ratio Test* dilakukan untuk menentukan metode *Pooled Ordinary Least Square* atau *Fixed Effect Model* yang lebih tepat digunakan untuk menganalisis data panel dalam penelitian ini. Pengujian ini dilakukan menggunakan regresi dengan metode *fixed effect*. Hasil dari regresi tersebut kemudian diuji probabilitas  $\chi^2$ -nya berdasarkan hipotesis.

$H_0$  = Parameter-parameter variabel *dummy* tidak signifikan dalam menjelaskan variabel dependen atau dengan kata lain dengan menggunakan model POLS.

$H_1$  = Parameter-parameter variabel *dummy* signifikan dalam menjelaskan variabel dependen atau dengan kata lain dengan menggunakan *fixed effect*.

Apabila probabilitas  $\chi^2$ -nya lebih besar daripada  $\alpha$  (5%), maka  $H_0$  tidak bisa ditolak atau menggunakan metode *Pool Ordinary Least Square*. Namun apabila probabilitas  $\chi^2$ -nya lebih kecil daripada  $\alpha$  (5%), maka  $H_0$  ditolak, atau dengan kata lain menggunakan metode *Fixed Effect* dan dilakukan pengujian selanjutnya menggunakan Uji *Hausman*.

Tabel 4.12. *Redundant Fixed Effects Tests Model 1**Pool: MODEL1**Test cross-section fixed effects*

<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	1.883847	(26,77)	0.0174
<i>Cross-section Chi-square</i>	53.170332	26	0.0013

Sumber : Data diolah penulis menggunakan *Eviews 7.0*.

Berdasarkan tabel 4.12. nilai probabilitas  $\chi^2$  pada pengujian model 1 lebih kecil daripada  $\alpha$  (5%), sehingga  $H_0$  ditolak dan untuk model 1 diputuskan untuk dilakukan pengujian selanjutnya menggunakan Uji *Hausman*.

Tabel 4.13. *Redundant Fixed Effects Tests Model 2**Pool: MODEL2**Test cross-section fixed effects*

<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	1.895055	(26,77)	0.0166
<i>Cross-section Chi-square</i>	53.419861	26	0.0012

Sumber : Data diolah penulis menggunakan *Eviews 7.0*.

Berdasarkan tabel 4.13. nilai probabilitas  $\chi^2$  pada pengujian model 2 lebih kecil daripada  $\alpha$  (5%), sehingga  $H_0$  ditolak dan untuk model 2 diputuskan untuk dilakukan pengujian selanjutnya menggunakan Uji *Hausman*.

## 2. Pengujian *Hausman*.

Pengujian *Hausman* dilakukan untuk menentukan metode *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang lebih tepat digunakan untuk menguji model

data panel pada penelitian ini. Pengujian ini dilakukan menggunakan regresi dengan metode *random effect*. Hasil dari regresi tersebut kemudian diuji probabilitas  $\chi^2$ -nya berdasarkan hipotesis.

$H_0$  = Tidak terdapat korelasi antara residual *cross-section* dengan salah satu variabel independen ( $E(u_i | X_{it}) = 0$ ) atau dengan kata lain menggunakan *Random Effect Model*.

$H_1$  = Terdapat korelasi antara residual *cross section* dengan salah satu variabel independen ( $E(u_i | X_{it}) \neq 0$ ) atau dengan kata lain menggunakan *Fixed Effect Model*.

Apabila probabilitas  $\chi^2$ -nya lebih besar daripada  $\alpha$  (5%), maka  $H_0$  tidak bisa ditolak, atau dengan kata lain menggunakan metode *Random Effect Model*. Namun apabila probabilitas  $\chi^2$ -nya lebih kecil daripada  $\alpha$  (5%), maka  $H_0$  ditolak atau menggunakan metode *Fixed Effect Model*.

Tabel 4.14. *Correlated Random Effects - Hausman Test Model 1*

*Pool: MODEL1*

*Test cross-section random effects*

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq.</i>		
	<i>Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	36.046985	4	0.0000

Sumber : Data diolah penulis menggunakan *EViews 7.0*.

Berdasarkan tabel 4.14. nilai probabilitas  $\chi^2$  pada pengujian ini lebih kecil daripada  $\alpha$  (5%), sehingga  $H_0$  ditolak atau dengan kata

lain model 1 dalam penelitian ini menggunakan *Fixed Effect Model*.

Tabel 4.15. *Correlated Random Effects - Hausman Test Model 2*

*Pool: MODEL2*

*Test cross-section random effects*

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	36.046218	4	0.0000

Sumber : Data diolah penulis menggunakan *EViews 7.0*.

Berdasarkan tabel 4.15. nilai probabilitas  $\chi^2$  pada pengujian ini lebih kecil daripada  $\alpha$  (5%), sehingga  $H_0$  ditolak atau dengan kata lain model 2 dalam penelitian ini menggunakan *Fixed Effect Model*.

#### 4.2.4. Analisis Hasil Regresi Data Panel

Analisis dilakukan dengan meregresikan seluruh variabel independen yaitu *Distress Risk*, *Beta*, *Firm Size*, dan *Book-To-Market Ratio* terhadap variabel dependen return saham. Setelah melalui uji asumsi klasik dan data telah bebas dari masalah normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi, maka hasil dari regresi adalah seperti pada tabel 4.16 dan tabel 4.17.

**Tabel. 4.16. Hasil Regresi Data Panel Model 1 dengan FEM***Dependent Variable: LR?**Method: Pooled Least Squares**Sample: 2007 2010**Included observations: 4**Cross-sections included: 27**Total pool (balanced) observations: 108*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>C</i>	-9.723954	5.097096	-1.907744	0.0009
<i>OS?</i>	-0.003134	0.043591	-0.071893	0.8854
<i>B?</i>	-0.142479	0.171869	-0.829024	0.3788
<i>FS?</i>	0.912414	0.414718	2.200083	0.0002
<i>BTM?</i>	-0.309930	0.048148	-6.437089	0.0000
<i>Fixed Effects (Cross)</i>				
<i>_AKRA--C</i>	-0.759192	<i>_LTLS--C</i>	-0.025074	
<i>_BATA--C</i>	0.565096	<i>_MERK--C</i>	0.291140	
<i>_BRAM--C</i>	-0.004808	<i>_MLBI--C</i>	0.181441	
<i>_CLPI--C</i>	0.288196	<i>_MRAT--C</i>	1.039980	
<i>_DLTA--C</i>	0.510034	<i>_MTDL--C</i>	0.254471	
<i>_FAST--C</i>	0.070465	<i>_MYOR--C</i>	-0.115959	
<i>_GGRM--C</i>	-0.967022	<i>_SMAR--C</i>	-0.903458	
<i>_HMSP--C</i>	-1.193888	<i>_SMGR--C</i>	-0.949346	
<i>_IGAR--C</i>	0.868602	<i>_TRST--C</i>	0.168276	
<i>_IKBI--C</i>	0.562180	<i>_TSPC--C</i>	-0.307993	
<i>_INDF--C</i>	-1.189420	<i>_TURI--C</i>	0.405966	
<i>_INDR--C</i>	1.017822	<i>_UNTR--C</i>	-0.993302	
<i>_INTP--C</i>	-0.933710			
<i>_LION--C</i>	0.796643			
<i>_LMSH--C</i>	1.322859			
<i>R-squared</i>	0.451952	<i>Mean dependent var</i>	1.078680	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.238426	<i>S.D. dependent var</i>	0.373663	
<i>S.E. of regression</i>	0.326089	<i>Akaike info criterion</i>	0.832457	
<i>Sum squared resid</i>	8.187734	<i>Schwarz criterion</i>	1.602328	
<i>Log likelihood</i>	-13.95268	<i>Hannan-Quinn criter.</i>	1.144612	
<i>F-statistic</i>	2.116619	<i>Durbin-Watson stat</i>	3.296034	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.004529			

Sumber : Data Diolah Penulis Menggunakan EViews 7.0.

**Tabel. 4.17. Hasil Regresi Data Panel Model 2 dengan FEM***Dependent Variable: LR?**Method: Pooled Least Squares**Sample: 2007 2010**Included observations: 4**Cross-sections included: 27**Total pool (balanced) observations: 108*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>C</i>	<i>-9.333247</i>	<i>4.986015</i>	<i>-1.871885</i>	<i>0.0006</i>
<i>MOS?</i>	<i>-0.060288</i>	<i>0.042128</i>	<i>-1.431057</i>	<i>0.0000</i>
<i>B?</i>	<i>-0.152913</i>	<i>0.169466</i>	<i>-0.902328</i>	<i>0.3392</i>
<i>FS?</i>	<i>0.891671</i>	<i>0.405251</i>	<i>2.200294</i>	<i>0.0001</i>
<i>BTM?</i>	<i>-0.308900</i>	<i>0.046415</i>	<i>-6.655200</i>	<i>0.0000</i>
<i>Fixed Effects(Cross)</i>				
<i>_AKRA--C</i>	<i>-0.777327</i>	<i>_LTLS--C</i>	<i>-0.056966</i>	
<i>_BATA--C</i>	<i>0.557103</i>	<i>_MERK--C</i>	<i>0.318667</i>	
<i>_BRAM--C</i>	<i>0.007551</i>	<i>_MLBI--C</i>	<i>-0.010768</i>	
<i>_CLPI--C</i>	<i>0.270308</i>	<i>_MRAT--C</i>	<i>1.066470</i>	
<i>_DLTA--C</i>	<i>0.538145</i>	<i>_MTDL--C</i>	<i>0.242277</i>	
<i>_FAST--C</i>	<i>0.053494</i>	<i>_MYOR--C</i>	<i>-0.111466</i>	
<i>_GGRM--C</i>	<i>-0.922185</i>	<i>_SMAR--C</i>	<i>-0.901939</i>	
<i>_HMSP--C</i>	<i>-1.173700</i>	<i>_SMGR--C</i>	<i>-0.901902</i>	
<i>_IGAR--C</i>	<i>0.888762</i>	<i>_TRST--C</i>	<i>0.155022</i>	
<i>_IKBI--C</i>	<i>0.582648</i>	<i>_TSPC--C</i>	<i>-0.272272</i>	
<i>_INDF--C</i>	<i>-1.180199</i>	<i>_TURI--C</i>	<i>0.390497</i>	
<i>_INDR--C</i>	<i>0.994939</i>	<i>_UNTR--C</i>	<i>-0.970029</i>	
<i>_INTP--C</i>	<i>-0.906247</i>			
<i>_LION--C</i>	<i>0.821736</i>			
<i>_LMSH--C</i>	<i>1.297380</i>			
<i>R-squared</i>	<i>0.466114</i>	<i>Mean dependent var</i>	<i>1.078680</i>	
<i>Adjusted R-squared</i>	<i>0.258107</i>	<i>S.D. dependent var</i>	<i>0.373663</i>	
<i>S.E. of regression</i>	<i>0.321848</i>	<i>Akaike info criterion</i>	<i>0.806275</i>	
<i>Sum squared resid</i>	<i>7.976147</i>	<i>Schwarz criterion</i>	<i>1.576146</i>	
<i>Log likelihood</i>	<i>-12.53887</i>	<i>Hannan-Quinn criter.</i>	<i>1.118430</i>	
<i>F-statistic</i>	<i>2.240854</i>	<i>Durbin-Watson stat</i>	<i>3.280988</i>	
<i>Prob(F-statistic)</i>	<i>0.002460</i>			

Sumber : Data Diolah Penulis Menggunakan EViews 7.0.

## 1. Persamaan Regresi

Berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.16. dan 4.17. didapatkan persamaan regresi yang menunjukkan pengaruh *Distress Risk*, *Beta*, *Firm Size* dan *Book-to-market ratio* terhadap variabel dependen return saham. Persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut :

### a. Persamaan Regresi Model 1:

$$R = - 9,724 - 0,003 OS_{ij} - 0,142 B_{ij} + 0,912 FS_{ij} - 0,310 BTM_{ij}$$

### b. Persamaan Regresi Model 2:

$$R = - 9,333 - 0,060 MOS_{ij} - 0,153 B_{ij} + 0,892 FS_{ij} - 0,309 BTM_{ij}$$

Dimana : i = Perusahaan

j = Tahun

## 2. Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini pengujian hipotesis menggunakan probabilitas t, Pengujian probabilitas-t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Dalam penelitian ini penulis menguji nilai probabilitas untuk melihat signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, sedangkan untuk arah pengaruh dapat dilihat melalui positif atau negatifnya nilai t-hitung. Uji probabilitas-t yang dilakukan mengacu pada hasil regresi pada tabel 4.16. dan tabel 4.17.

a. Pengaruh *Distress Risk* terhadap Return Saham.

Hipotesis yang sebelumnya dibuat adalah sebagai berikut:

$H_1 = \text{Distress Risk}$  berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

$H_1$  diterima apabila nilai probabilitas-t lebih kecil daripada  $\alpha$ . Berdasarkan tabel 4.16. diketahui pada model 1 penelitian ini nilai koefisien *O-Score* adalah -0,003, nilai t-statistiknya adalah 0,071893 dan probabilitasnya adalah 0,8854. Berdasarkan nilai probabilitas-t maka  $H_1$  ditolak, karena lebih besar dari  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 1, *O-Score* memiliki pengaruh negatif, namun tidak signifikan terhadap *Return Saham*.

Pada tabel 4.17. model 2 penelitian ini memiliki nilai koefisien *O-score* modifikasi -0,060, nilai t-statistiknya adalah -1,431057, dan probabilitasnya adalah 0,0000. Berdasarkan nilai probabilitas tersebut maka  $H_1$  diterima, karena lebih kecil dari  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 2, *O-Score* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *Return Saham*.

Pada model 1 dan model 2, pengaruh *distress risk* yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko *distress*, maka akan semakin rendah tingkat pengembalian saham. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu dari Griffin dan Lemmon (2002), Zhang (2007), Zaretsky dan Zumwalt (2007), dan Campbell, Hilshcer dan Szilagry (2008). Perusahaan yang memiliki risiko *distress* yang tinggi, ditunjukkan melalui buruknya kondisi

keuangannya. Dan investor akan melihat perusahaan tersebut tidak mampu untuk menghasilkan keuntungan dan *benefit* yang baik untuk investor, oleh karena itu tingkat pengembalian saham perusahaan tersebut juga akan semakin kecil.

Pada model 1 memiliki pengaruh yang tidak signifikan mungkin disebabkan karena pengukuran *distress risk* menggunakan *o-score* asli tidak terlalu baik dalam memprediksi risiko *distress* terhadap perusahaan di Indonesia. Dari total 108 observasi, *o-score* asli salah melakukan penilaian terhadap 5 observasi (lampiran 5). Berbeda halnya dengan pada model 2 yang mampu memprediksi lebih baik.

b. Pengaruh *Beta* terhadap Return Saham.

Hipotesis yang sebelumnya dibuat adalah sebagai berikut:

$H_2 = Beta$  berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham.

$H_2$  diterima apabila nilai probabilitas-t lebih kecil daripada  $\alpha$ . Berdasarkan tabel 4.16. diketahui pada model 1 penelitian ini nilai koefisien *Beta* adalah -0,1425, nilai t-statistiknya adalah -0,829 dan probabilitasnya adalah 0,3788. Berdasarkan nilai probabilitas-t, maka  $H_2$  ditolak, karena lebih besar dari  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 1, *Beta* memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan terhadap *Return* Saham.

Pada tabel 4.17. model 2 penelitian ini memiliki nilai koefisien *Beta* -0,1529, nilai t-statistiknya adalah -0,90, dan probabilitasnya adalah 0,3392. Berdasarkan nilai probabilitas-t, maka  $H_2$  ditolak

karena memiliki nilai probabilitas-t yang lebih besar daripada nilai  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 2, *Beta* memiliki pengaruh negatif, namun tidak signifikan terhadap *Return Saham*.

Pengaruh *Beta* saham terhadap *Return* saham pada kedua model dalam penelitian ini memiliki hasil yang sama yaitu *beta* saham berpengaruh negatif, namun tidak signifikan terhadap *return* saham. Sehingga semakin tinggi *beta* maka akan semakin rendah pula tingkat pengembalian saham, namun dalam penelitian ini pengaruh tersebut tidak signifikan. Hasil ini mendukung hasil penelitian terdahulu dari Elsas et al (2003), Wu (2006), Koch dan Westheide (2008), dan Novak dan Petr (2010).

*Beta* merupakan volatilitas pergerakan *return* saham perusahaan terhadap pergerakan *return* pasar. Artinya *beta* yang tinggi, menunjukkan pergerakan imbal hasil saham lebih tinggi dari pergerakan pasarnya. Namun pengaruh *beta* saham terhadap *return* saham sering dipengaruhi oleh perubahan kondisi pasar (Ho, Strange, Piesse : 2005). Sehingga pengaruh *beta* akan lebih signifikan apabila menggunakan *conditional beta*.

c. Pengaruh *Firm Size* terhadap Return Saham.

Hipotesis yang sebelumnya dibuat adalah sebagai berikut:

$H_3 = \textit{Firm Size}$  berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

$H_3$  diterima apabila nilai probabilitas-t lebih kecil daripada  $\alpha$ . Berdasarkan tabel 4.16. diketahui pada model 1 penelitian ini nilai

koefisien *Firm Size* adalah 0,9124, nilai t-statistiknya adalah 2,2 dan probabilitasnya adalah 0,0002. Berdasarkan nilai probabilitas-t, maka  $H_3$  diterima, karena lebih kecil dari  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 1, *Firm Size* berdasarkan total aset memiliki pengaruh yang positif yang signifikan terhadap *Return Saham*.

Pada tabel 4.17. nilai koefisien *Firm Size* pada model 2 di penelitian ini adalah 0,8917, nilai t-statistiknya adalah 2,2, dan probabilitasnya adalah 0,0001. Berdasarkan nilai probabilitas-t, maka  $H_3$  diterima karena memiliki nilai probabilitas-t yang lebih kecil daripada  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 2, *Firm Size* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return saham*.

Pengaruh *firm size* dengan pengukuran *total asset* terhadap *return* saham pada kedua model sama yaitu positif dan signifikan. Hal ini menunjukkan ukuran perusahaan melalui aset keseluruhan secara umum berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham, hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar total aset perusahaan maka akan semakin besar tingkat pengembalian saham perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian terdahulu dari Chui and Wei (1998), Lam (2003), Ignatieva (2010), Fu dan Yang (2010).

Ukuran perusahaan berdasarkan total aset menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan seluruh asetnya untuk dapat menghasilkan kinerja dan keuntungan yang lebih baik, sehingga mampu memberikan imbal hasil saham yang lebih besar kepada investor dibandingkan dengan perusahaan yang total asetnya lebih rendah.

Menurut Fu dan Yang (2010), hubungan antara *size* dan *return* adalah positif. Namun yang menyebabkan terjadinya *size effect*, adalah karena pada perusahaan kecil cenderung memiliki *idiosyncratic volatilities* yang lebih tinggi, disisi lain investor ada kecenderungan tidak cukup mendifersifikasi portofolio mereka sehingga dimungkinkan bagi perusahaan kecil menghasilkan imbal hasil saham yang tinggi akibat volatilitasnya.

Kemudian bagi saham perusahaan besar, ada kecenderungan sahamnya dipegang oleh investor yang jumlahnya lebih sedikit daripada pemegang saham perusahaan kecil. Meskipun begitu perusahaan besar juga berusaha untuk memberikan imbal hasil saham yang tinggi bagi investor mereka, agar mengalokasikan kekayaannya lebih besar lagi. Sehingga secara umum pengaruh positif *size* terhadap *return* terbiaskan akibat adanya *idiosyncratic volatilities* yang lebih tinggi pada perusahaan kecil.

d. Pengaruh *Book-to-market Ratio* terhadap Return Saham.

Hipotesis yang sebelumnya dibuat adalah sebagai berikut:

$H_4 = \textit{Book-to-market ratio}$  berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*

$H_4$  diterima apabila nilai probabilitas-t lebih kecil daripada  $\alpha$ . Berdasarkan tabel 4.16. diketahui pada model 1 penelitian ini nilai koefisien *Book-to-market ratio* adalah -0,310, nilai t-statistiknya adalah -6,44 dan probabilitasnya adalah 0,0000. Berdasarkan nilai probabilitas-t, maka  $H_4$  diterima, karena lebih kecil dari  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pada model 1, *Book-to-market ratio* memiliki pengaruh yang negatif yang signifikan terhadap *Return Saham*.

Pada tabel 4.17. nilai koefisien *Book-to-market ratio* pada model 2 di penelitian ini adalah -0,309, nilai t-statistiknya adalah -6,65, dan probabilitasnya adalah 0,0000. Berdasarkan nilai probabilitas-t, maka  $H_4$  diterima karena memiliki nilai probabilitas-t yang lebih kecil daripada  $\alpha$ , 5%. Hal ini menunjukkan pada model 2, *Book-to-market ratio* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *return saham*.

Pengaruh *book-to-market ratio* terhadap *return saham* pada kedua model memiliki hasil yang sama, yaitu negatif dan signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *book-to-market ratio* yang tinggi, saham perusahaan tersebut tidak dinilai tinggi oleh pasar atau *undervalue* dan perusahaan yang memiliki *book-to-market ratio* yang rendah menunjukkan saham perusahaan tersebut dinilai

tinggi oleh pasar atau *overvalue*. Hasil ini mendukung penenilaian terdahulu dari Chui dan Wei (1998), Charitou dan Constantinidis (2004), Ho, Strange dan Piesse (2005), Chiao, Yao dan Hung (2005).

### 3. Uji *Goodness of Fit Model*.

Uji *goodness of fit model* digunakan untuk mengukur seberapa baik variabel dependen dapat diterangkan oleh variabel-variabel independen di dalam model. Untuk mengukurnya penulis melihat nilai *adjusted R<sup>2</sup>*. Nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* memiliki jangkauan 0 hingga 1, semakin nilai tersebut mendekati 1 maka semakin besar pula variabel-variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen.

Berdasarkan tabel 4.16. dari model 1 di penelitian ini koefisien *Adjusted R<sup>2</sup>* adalah 0,2384. Nilai koefisien tersebut berarti pada model pertama, 23,84 % variasi dari *return* saham bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen, sedangkan sisanya sebesar 76,16% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Sedangkan pada model 2, berdasarkan tabel 4.17. nilai dari koefisien *Adjusted R<sup>2</sup>* yaitu 0,2581. Nilai koefisien tersebut berarti pada model pertama, 25,81 % variasi dari *return* saham bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen, sedangkan sisanya sebesar 74,19% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil *Adjusted R<sup>2</sup>* dari kedua model tersebut, model kedua memiliki *Adjusted R<sup>2</sup>* yang lebih tinggi. Hal ini menunjukkan penggunaan penghitungan distress risk dengan *Ohlson O-score* yang asli belum tentu lebih baik apabila digunakan di negara-negara yang berbeda, sehingga perlu dilakukan penyesuaian terhadap penghitungan nilai *O-Score* sesuai dengan kondisi negara yang akan diteliti.

Berdasarkan tabel 4.16. dan 4.17. dapat disimpulkan hanya pengaruh *o-score* terhadap *return* saham dan pengaruh *o-score* modifikasi terhadap *return* saham yang saling berbeda di kedua model. Penggunaan *o-score* asli berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham, disisi lain *o-score* modifikasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini mungkin disebabkan karena pada penggunaan *o-score* asli tidak sepenuhnya akurat untuk memprediksi risiko distress perusahaan di Indonesia, khususnya perusahaan yang masuk didalam sampel penelitian ini. Dari 108 observasi *O-score* salah memprediksi 5 perusahaan, di sisi lain *O-score* modifikasi akurat memprediksi seluruh perusahaan.

*Beta* saham untuk kedua model tidak konsisten sesuai dengan *risk-return trade-off*. Meskipun tidak signifikan, *beta* saham dalam penelitian ini justru berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Dari kedua model, penelitian ini juga pengaruh *Firm size* terhadap *return* saham adalah positif dan signifikan. Dalam hal ini, *firm size effect* sebenarnya bukan terjadi akibat ukuran perusahaan, tetapi dari adanya

*idiosyncratic volatilities* pada perusahaan kecil. Kemudian dari kedua model dalam penelitian ini juga ditemukan adanya *book-to-market effect* yang signifikan.

Tabel 4.18. Ringkasan Hasil Penelitian

<b>Variabel</b>	<b>Hasil</b>
<b>O-Score</b>	<b>Model 1:</b> Berpengaruh Negatif tidak signifikan dengan koefisien -0,0031 <b>Model 2:</b> Berpengaruh Negatif signifikan dengan koefisien -0,0603
<b>Beta</b>	<b>Model 1:</b> Berpengaruh Negatif tidak signifikan dengan koefisien -0,1425 <b>Model 2:</b> Berpengaruh Negatif tidak signifikan dengan koefisien -0,153
<b>Firm Size</b>	<b>Model 1:</b> Berpengaruh Positif signifikan dengan koefisien 0,9124 <b>Model 2:</b> Berpengaruh Positif signifikan dengan koefisien 0,8917
<b>Book-to-Market Ratio</b>	<b>Model 1:</b> Berpengaruh Negatif signifikan dengan koefisien -0,3099 <b>Model 2:</b> Berpengaruh Negatif signifikan dengan koefisien -0,3089

Sumber : Data diolah penulis.