

PENGARUH *BANKRUPTCY RISK, FIRM SIZE, DAN BOOK-TO-MARKET* TERHADAP *SUBSEQUENT RETURN*

**Oleh:
Sifa Fauziah
8335132477**

**Profram Studi S1 Akuntansi
Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Jakarta**

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of bankruptcy risk, firm size and book-to-market firm on subsequent return. In this research, the dependent variable is subsequent return that average return within a year in the next period whose calculations start from July to June Whereas for the independent variables such as bankruptcy measured by Altman Z-score, firm size measured by total assets and book-to-market which is a comparison between book value of the company's equity and market value of the company's equity. The data used are secondary data with the population of sub sector companies property and real estate listed in Indonesia Stock Exchange in 2013-2015. With purposive sampling method, 31 companies sub sector property and real estate were chosen as sample. This research uses multiple regression method to test the hypothesis with the help of SPSS 22.

From the results of analysis conducted in this study proves that bankruptcy risk and firm size partially have a negative and significant effect on subsequent return. Meanwhile, book-to-market firm partially have no effect on subsequent return.

Keywords: bankruptcy risk, firm size, book-to-market ratio, property and real estate.

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Peristiwa krisis moneter tahun 1998 berdampak pada pasar properti di Indonesia. Krisis tersebut menyebabkan masyarakat kehilangan daya beli termasuk daya beli terhadap properti sehingga pasar properti mengalami stagnasi. Selanjutnya kondisi bisnis properti terus membaik pada tahun 2000 dan mencapai puncaknya pada tahun 2002 dan 2003 yang ditandai dengan harga properti yang melambung tinggi namun hal tersebut menyebabkan tidak ada lagi orang yang sanggup membeli sehingga harga properti kembali turun.

Pada tahun 2008 kembali terjadi krisis yang juga menyebabkan penjualan properti menurun. Hingga sepanjang tahun 2010 pasar properti tidak terlalu

mengalami peningkatan. Namun, kondisi pasar properti kembali membaik pada tahun 2011 karena pertumbuhan ekonomi Indonesia yang mencapai 6,5% yang mengindikasikan kemampuan beli masyarakat termasuk kemampuan beli terhadap properti. Tahun 2012 dan 2013 adalah tahun dimana booming properti. Selain karena tingkat perekonomian yang membaik, rendahnya suku bunga kredit juga turut memicu meningkatnya penjualan properti.

Berbagai faktor dapat mempengaruhi perkembangan properti di Indonesia baik dari kebijakan pemerintah maupun kondisi perekonomian di Indonesia bahkan kondisi politik. Tahun 2014 merupakan tahun politik yang menyebabkan pengembang dan investor memilih wait and see dibanding membuka proyek baru sehingga pada tahun ini pasar properti masih lesu. Hingga tahun 2015, sektor properti di Indonesia masih mengalami tekanan karena perlambatan pertumbuhan ekonomi meskipun pada saat itu BI telah membuat peraturan yang menaikkan nilai *Loan To Value* (LTV) sehingga uang muka yang harus dibayarkan konsumen menjadi lebih kecil.

Jika dilihat dari sejarah perkembangan pertumbuhan sektor properti di Indonesia, sektor tersebut hingga saat ini masih menjadi salah satu sektor investasi yang menarik bagi para investor. Dari berbagai macam faktor yang mempengaruhi perkembangan properti tersebut, tentunya investor telah mengetahui setiap konsekuensi atas investasinya. Kondisi keuangan perusahaan, besar kecilnya perusahaan serta nilai buku terhadap pasar ekuitas perusahaan merupakan beberapa faktor yang mungkin dapat mempengaruhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Keputusan untuk berinvestasi tentunya akan menjadi suatu hal yang dilakukan dengan penuh kehati-hatian agar tidak salah memilih perusahaan. Seseorang yang melakukan investasi biasanya mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) atau keuntungan yang tinggi atas investasi tersebut yang biasa disebut dengan *expected return*.

Perhitungan *expected return* dapat dilakukan dengan dua analisis, yaitu pendekatan peramalan dan pendekatan historis. Pendekatan peramalan menjelaskan bahwa perhitungan menggunakan pemisahan untuk masa depan, yaitu kondisi yang diduga dan probabilitas. Sedangkan pendekatan historis merupakan *return* aktual yang telah terjadi di masa lalu yang merupakan rata-rata *return* yang telah terjadi. Pada umumnya perhitungan *expected return* dengan pendekatan historis dihitung dengan rata-rata *return* selama tahun pelaporan periode akuntansi yakni dimulai dari januari hingga desember. Namun dalam penelitian ini menghitung *expected return* dengan rata-rata *return* saham selama setahun yang dimulai pada 6 bulan setelah tahun fiskal berakhir yakni dari bulan juli hingga juni yang disebut dengan *subsequent return*.

Perhitungan *subsequent return* dilakukan dengan menghitung *return* bulanan selama satu tahun yang dimulai pada periode selanjutnya. Contohnya untuk perhitungan *subsequent return* kondisi perusahaan tahun 2011, akan dihitung *subsequent return* pada bulan Juli 2012 hingga Juni 2013 (Utama dan Lumondang, 2009). Dengan perhitungan tersebut, diharapkan mampu menggambarkan *expected return* perusahaan dimasa mendatang serta melihat apakah nilai tersebut dipengaruhi oleh kondisi perusahaan pada masa lalu.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dijelaskan diatas dapat diidentifikasi beberapa masalah yang menjadi faktor tingkat *subsequent return* yang akan diterima para investor pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), diantaranya yaitu:

1. Analisis laporan kinerja perusahaan dengan Z-score untuk mengukur tingkat *bankruptcy risk* (risiko kebangkrutan) yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang terdeteksi akan mengalami kebangkrutan, cenderung memiliki nilai *subsequent return* yang tinggi.
2. *Firm size* (ukuran perusahaan) akan menentukan produktivitas serta profitabilitas yang dihasilkan sehingga akan berdampak pada tingkat *subsequent return* perusahaan.
3. *Book-to-market equity* (nilai buku terhadap nilai pasar) perusahaan akan menentukan nilai saham di pasar. Rasio *book-to-market* yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki nilai tinggi di pasar atas kinerja baiknya untuk memperoleh laba sehingga akan berdampak pada tingkat *subsequent return* perusahaan.

C. Pembatasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah diatas, maka peneliti membatasi penelitian ini hanya pada masalah menguji kembali adanya pengaruh *bankruptcy risk*, *size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dimana variabel *bankruptcy risk* dibatasi dengan analisis kebangkrutan metode *Altman Z-score* (1997), *size* dibatasi dengan log (log natura) *total assets*, dan *book-to-market* dibatasi dengan menilai nilai buku perusahaan terhadap nilai pasar.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian identifikasi masalah serta pembatasan masalah di atas, maka terdapat keanekaragaman hasil penelitian mengenai *pengaruh bankruptcy risk*, *size* dan *book-to-market value* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Karena adanya inkonsistensi dari hasil penelitian sebelumnya, maka penelitian ini berupaya melakukan pengembangan dari hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Adapun beberapa rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah *bankruptcy risk* berpengaruh terhadap *subsequent return*?
2. Apakah *size* berpengaruh terhadap *subsequent return*?
3. Apakah *book-to-market* berpengaruh terhadap *subsequent return*?

E. Kegunaan Penelitian

Adapun penelitian ini dilakukan agar memiliki kegunaan bagi setiap pembaca baik kegunaan teoritis maupun kegunaan praktis. Berikut ini kegunaan dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan:

1. Kegunaan Teoritis
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat mengkonfirmasi adanya pengaruh *bankruptcy risk*, *size* dan *book-to-market value* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
 - b. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi tambahan pada bidang akuntansi khususnya bidang manajemen keuangan dalam pengembangan penelitian mengenai pengaruh *bankruptcy risk*, *size* dan *book-to-market value* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Kegunaan Praktis
 - a. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis dan bermanfaat untuk perusahaan publik khususnya manajer maupun para calon investor. Dengan dilakukannya penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran tentang cara memprediksi kebangkrutan perusahaan dengan metode Altman kepada mereka, sehingga mereka mampu mempertimbangkan setiap keputusan yang akan diambil selanjutnya.
 - b. Selain itu dari penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan gambaran untuk para investor tentang faktor-faktor yang memiliki pengaruh terhadap tingkat *subsequent return* yang akan mereka terima.

KAJIAN TEORITIK

A. Deskripsi Konseptual

2.1 *Grand Theory* (Teori Sinyal atau *Signalling Theory*)

Signalling Theory mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan (Kabo, 2011). Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer memberikan informasi melalui laporan keuangan bahwa mereka menerapkan kebijakan akuntansi konservatisme yang menghasilkan laba yang lebih berkualitas karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan membesar-besarkan laba dan membantu pengguna laporan keuangan dengan menyajikan laba dan aktiva yang tidak *overstate*.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa informasi-informasi yang terdapat dalam laporan keuangan suatu perusahaan merupakan suatu hal yang penting bagi seorang investor untuk mengambil keputusan selanjutnya dalam berinvestasi. Salah satu informasi yang menjadi bahan pertimbangan seorang

investor yakni perolehan laba perusahaan. Laba adalah indikator utama yang menunjukkan usaha dan kinerja perusahaan sehingga akan memberikan sinyal kepada investor mengenai *return* saham perusahaan (Marpaung dan Hadianto, 2009 dalam Raningsih dan Putra, 2015). Perusahaan yang menghasilkan keuntungan mencerminkan kinerja suatu perusahaan baik, sedangkan perusahaan yang terus merugi menjadi salah satu tanda risiko kebangkrutan usaha. Semakin tinggi risiko yang harus ditanggung oleh investor, maka akan semakin tinggi pula *return* yang diharapkan.

2.2 Return

Pengembalian (*return*) adalah keuntungan yang akan di dapat pada masa yang akan datang (<http://finansialku.com>). *Return* investasi merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Lihin, 2013). *Return* dalam investasi dapat dibagi menjadi:

1) Return Realisasi (*realized return*)

Merupakan *return* yang telah terjadi. Perhitungan *return* realisasi ini menggunakan *return* total. *Return* total merupakan keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu.

2) Return Ekspektasi (*expected return*)

Merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang. Perhitungan *return* ekspektasi dapat dilakukan dengan dua analisis, yaitu pendekatan peramalan dan pendekatan historis. Pendekatan peramalan menjelaskan bahwa perhitungan menggunakan pemisahan untuk masa depan, yaitu kondisi yang diduga dan probabilitas. Sedangkan pendekatan historis merupakan *return* aktual yang telah terjadi di masa lalu yang merupakan rata-rata *return* yang telah terjadi.

Subsequent return merupakan *return* bulanan selama satu tahun dimulai 6 bulan setelah tahun fiskal berakhir (Utama dan Lumondang, 2009). Contoh: perusahaan dengan laporan keuangan tahun 2013 maka *subsequent return* yang digunakan dari bulan Juli 2014 sampai dengan Juni 2015 (Dichev 1998 dalam Utama dan Lumondang 2009). Perhitungan *subsequent return* dalam penelitian ini sama halnya dengan perhitungan *capital gain* pada *return* saham biasa, yang membedakannya adalah *subsequent return* menggunakan *return* bulanan selama satu tahun yang dimulai 6 bulan setelah tahun fiskal berakhir yaitu dimulai dari bulan Juli hingga Juni tahun berikutnya. Pemilihan *subsequent return* saham dinilai lebih tepat untuk melihat adakah pengaruhnya dengan kondisi perusahaan pada masa lalu.

2.3 Perusahaan Property and Real Estate

Emiten atau Perusahaan Publik adalah Perusahaan yang memperoleh dana melalui Pasar Modal, baik dengan menerbitkan efek (saham atau obligasi) dan menjualnya secara umum kepada masyarakat. Perusahaan Publik mencatatkan sahamnya dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (Fariska, 2014). Salah satu emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah sub sektor *property & real estate* yang merupakan perusahaan publik sektor jasa.

Menurut peraturan perundang-undangan di Indonesia, pengertian mengenai industri *real estate* tercantum dalam PDMN No.5 Tahun 1974 yang mengatur tentang industri *real estate*. Dalam peraturan ini pengertian industri

real estate adalah perusahaan properti yang bergerak dalam bidang penyediaan, pengadaan, serta pematangan tanah bagi keperluan usaha-usaha industri, termasuk industri pariwisata. Sedangkan definisi *property* menurut SK Menteri Perumahan Rakyat no.05/KPTS/BKP4N/1995, Ps 1.a:4 *property* adalah tanah hak dan atau bangunan permanen yang menjadi objek pemilik dan pembangunan.

2.4 Risiko investasi

Risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return-ER*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Semakin besar tingkat perbedaannya berarti semakin besar pula tingkat risikonya (Lihin, 2013).

Dalam mengembangkan teori portofolio, Profesor Markowitz menyatakan bahwa varians tingkat pengembalian sebagai alat ukur yang sesuai. Alat ukur risiko ini dapat dibagi menjadi dua jenis risiko umum yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis.

2.5 Kebangkrutan

Kebangkrutan (*Bankruptcy*) biasanya diartikan sebagai kegagalan perusahaan dalam menjalankan operasi perusahaan untuk menghasilkan laba (Al-Maqassary, 2013). Sedangkan menurut Undang-Undang No. 4 Tahun 1998, kebangkrutan adalah keadaan dimana suatu institusi dinyatakan oleh keputusan pengadilan bila debitur memiliki dua atau lebih kreditur dan tidak membayar sedikitnya satu utang yang telah jatuh tempo dan dapat ditagih.

Adapun fungsi dari pengukuran kebangkrutan suatu perusahaan adalah mampu mengukur kinerja perusahaan dan mendeteksi kebangkrutan suatu perusahaan sebelum perusahaan itu benar-benar dinyatakan bangkrut. Jika investor mampu mendeteksi kebangkrutan, maka ia mampu mengambil keputusan selanjutnya terkait investasi pada perusahaan terkait.

Salah satu metode pengukuran kebangkrutan perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang tepat adalah menggunakan metode *Altman Z-score* 1997 untuk perusahaan non manufaktur, yang diformulasikan sebagai berikut:

$$Z = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Rumus X5 pada perusahaan non manufaktur dihilangkan karena perputaran aset pada perusahaan non manufaktur (seperti perusahaan jasa) tidak memiliki pengaruh yang berarti dibandingkan perusahaan manufaktur. Klasifikasi *Altman Z-score* untuk perusahaan non manufaktur adalah sebagai berikut:

- 1) $Z > 2,60$ artinya perusahaan dianggap aman, bagus dan terhidar dari risiko kebangkrutan.
- 2) $1,1 \leq Z\text{-score} \leq 2,60$ maka terdapat kondisi keuangan perusahaan yang membutuhkan perhatian khusus.
- 3) $Z < 1,1$ artinya perusahaan berpotensi tinggi mengalami kebangkrutan.

2.6 Rasio Altman Z-score (1997)

2.6.1 Rasio *Working Capital* terhadap *Total Assets*

Rasio ini merupakan salah satu rasio likuiditas yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. *Working capital* (modal kerja) merupakan suatu hal yang berhubungan erat dengan operasi perusahaan sehari-hari dan juga menunjukkan *margin of safety* bagi para kreditor jangka pendek perusahaan (Fiwka, 2016). Dengan *working capital* yang cukup memungkinkan perusahaan bisa beroperasi dengan lebih efisien dan perusahaan tidak akan mengalami kesulitan.

2.6.2 Rasio *Retained earnings* terhadap *Total Assets*

Rasio ini merupakan rasio profitabilitas yang mendeteksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Rasio ini mengukur besarnya kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh keuntungan, ditinjau dari kemampuan perusahaan yang bersangkutan dalam memperoleh laba dibandingkan dengan kecepatan perputaran *operating assets* sebagai ukuran efisiensi usaha atau dengan kata lain rasio ini mengukur akumulasi laba selama perusahaan beroperasi (Sarwani dan Rasidah, 2008).

2.6.3 Rasio *Earning Before Interest and Taxes* terhadap *Total Assets*

Rasio ini sering disebut dengan *earning power of total investment* atau *rate of return on investment* yaitu suatu rasio yang mengukur kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi semua investor termasuk pemegang saham dan obligasi. Rasio ini menjelaskan pentingnya pencapaian laba bagi perusahaan terutama dalam rangka memenuhi kewajiban bunga bagi para investor (Sarwani dan Rasidah, 2008).

2.6.4 Rasio *Market Value of Equity* terhadap *Book Value of Total Debt*

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa banyak aktiva perusahaan dapat turun nilainya sebelum jumlah utang lebih besar daripada aktivanya dan perusahaan menjadi apilit (*insolvent*) (Muslich 2007: 59).

2.7 *Firm Size*

Firm size adalah ukuran besar kecilnya suatu perusahaan. Berdasarkan *firm size*-nya, perusahaan dibedakan menjadi perusahaan *big* (besar) dan *small* (kecil). Ukuran perusahaan adalah tolak ukur besar-kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai ekuiti, nilai penjualan atau nilai total aset yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 1995 dalam Darusman, 2012).

2.8 *Book-to-market*

Book-to-market merupakan perbandingan antara nilai buku saham perusahaan dengan nilai pasar saham perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio *book to market* di bawah satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya.

Book-to-market ratio dapat dihitung dengan membagi *equity per share* dengan *closing price* bulan desember (akhir tahun), untuk membagi perusahaan menjadi dua yaitu perusahaan dengan *book-to-market ratio* rendah dan tinggi (Irawan, 2015)

$$\text{Book to market} = \frac{\text{Nilai buku ekuitas per lembar}}{\text{Harga saham per lembar}}$$

Atau dengan perbandingan *book equity* terhadap *market equity*. Dimana *book equity* dihasilkan dari *total assest* dikurangi *total liabilities*. Dan *market equity* dihitung dengan *market capitalization*.

$$Book\ to\ market = \frac{Book\ Value\ Equity}{Market\ Value\ Equity}$$

B. Hasil Penelitian yang Relevan

Penelitian mengenai pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return* belum banyak dilakukan. Hanya ada beberapa penelitian yang menjadikan *subsequent return* sebagai *variable dependent*. Oleh karena itu menarik untuk menguji kembali mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *subsequent return*. Penelitian terkait *subsequent return* yang telah dilakukan menunjukkan hasil yang beragam.

Penelitian-penelitian tersebut antara lain dilakukan oleh Cynthia Afriani Utama dan Astari Lumondang (2009), dengan judul penelitian pengaruh *bankruptcy risk*, *size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap imbal hasil. Penelitian tersebut dilakukan pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2004. Dalam penelitiannya dilakukan dua model penelitian yang mana pada model pertama mengukur pengaruh *size* dan *book to market* perusahaan terhadap *bankruptcy risk* yang mana *bankruptcy risk* diukur dengan metode *Z-score* dan *O-score*. Untuk model kedua, penelitian dilakukan untuk mengukur *bankruptcy risk*, *size* dan *book to market* terhadap imbal hasil yang menggunakan *proxy subsequent return*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa dalam penelitian model pertama, *size* berpengaruh positif terhadap *Z-score*, B/M berpengaruh positif terhadap *O-score*. Sedangkan untuk penelitian model kedua menunjukkan hasil bahwa *bankruptcy risk* (baik metode *Z-score* maupun *O-score*), *size*, dan *book-to-market* tidak berpengaruh terhadap imbal hasil.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Amri Irawan (2015) dengan judul penelitian pengaruh ukuran perusahaan, *book to market*, *beta*, *earning* dan *financial distress* terhadap *subsequent return* saham. Penelitian tersebut dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Cynthia Afriani Utama dan Astari Lumondang (2009), penelitian ini juga dilakukan dengan dua model. Model pertama mengukur pengaruh ukuran perusahaan, *book to market*, *beta*, dan *earning* terhadap *financial distress (Z-score)*. Kemudian pada model kedua dilakukan untuk mengukur pengaruh ukuran perusahaan, *book to market*, *beta*, *earning* dan *financial distress* terhadap *subsequent return saham*. Dari penelitian tersebut menghasilkan bahwa pada model pertama, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *ZScore*. Sedangkan untuk variabel *book to market*, *beta*, dan *earning* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *ZScore*. Untuk penelitian model kedua, menunjukkan hasil bahwa *ZScore* dan *book to market* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Untuk variabel ukuran perusahaan dan *beta* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *return* saham, sedangkan *earning* memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham

Sedangkan untuk penelitian terkait *return* saham dengan proxy *expected return* yang biasa digunakan, lebih banyak dilakukan dan telah menunjukkan hasil yang beragam pula. Untuk pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap *return* saham, penelitian yang dilakukan oleh Sutarso, Kurniasih, dan Haningsih Lina (2016) menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap *return* portofolio saham yang terdiri dari perusahaan dengan ukuran kecil dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan besar. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ni Kadek Raningsih dan I Made Pande Dwiana Putra (2015) yang menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Untuk pengaruh variabel book-to-market perusahaan terhadap *return* saham, beberapa penelitian juga telah dilakukan dan memberikan hasil yang beragam. Dari penelitian yang dilakukan oleh Sutarso, Kurniasih, dan Haningsih Lina (2016) menunjukkan hasil bahwa *BE/ME equity ratio* secara parsial berpengaruh positif signifikan return portofolio saham yang terdiri dari perusahaan dengan *BE/ME* tinggi dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan dengan *BE/ME* rendah. Hasil penelitian lainnya yang dilakukan oleh Fama, French (1995) Ferdian, Omar, dan Dewi (2011) dan Ningsih juga menunjukkan bahwa *book-to-market ratio* memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

C. Kerangka Teoritik

Berdasarkan berbagai teori yang diuraikan diatas serta penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka dapat disimpulkan adanya faktor-faktor yang mempengaruhi *subsequent return* suatu saham. Faktor-faktor tersebut diantaranya yaitu *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan. Ketiga variabel tersebut merupakan variabel independen dalam penelitian ini untuk menguji adanya pengaruh variabel tersebut terhadap *subsequent return*.

1. Pengaruh *bankruptcy risk* terhadap *subsequent return*

Bankruptcy risk merupakan salah satu risiko sistematis yang disebabkan karena kondisi ekonomi makro, seperti GNP, *interest rate*, atau inflasi. *Bankruptcy risk* merupakan risiko sistematis jika imbal hasil dari perusahaan yang mengalami *financial distress* lebih sensitif terhadap perubahan makroekonomi yang tidak terduga (Ross, 1989 dan Dichev 1998 dalam Utami dan Lumondang 2009).

Shumway (1996) dan Vassalou dan Xing (2004) dalam Utama dan Lumondang (2009) menemukan bahwa perusahaan dengan risiko kepailitan yang semakin tinggi menghasilkan imbal hasil saham yang tinggi pula. Berbeda dengan penelitian lainnya yang dilakukan Utama dan Lumondang (2009) menunjukkan hasil bahwa variabel *bankruptcy risk* tidak memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham. Dari temuan Lakonishok et al. (1994) dalam Utama dan Lumondang (2009) menunjukkan bahwa perusahaan dengan *bankruptcy risk* yang tinggi cenderung memiliki imbal hasil yang rendah karena nilai sahamnya mengalami *mispicing* di pasar modal. *Mispicing* tersebut terjadi karena investor terlalu jauh mempertimbangkan kinerja masa lalu perusahaan ke masa yang akan datang. Hal ini menunjukkan bahwa

bankruptcy *risk* merupakan penentu imbal hasil saham selain risiko pasar seperti yang dinyatakan oleh *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

2. Pengaruh *firm size* terhadap *subsequent return*

Firm size merupakan ukuran suatu perusahaan yang dapat dilihat dari total aset yang dimiliki suatu perusahaan. Suatu perusahaan dapat menjalankan operasionalnya dengan lancar jika memiliki kecukupan dana yang dimiliki yang mana dapat dilihat dari total aset perusahaan tersebut. Selain itu dengan aset yang dimiliki perusahaan, perusahaan mampu menjamin kreditor atas setiap pinjaman yang diperoleh.

Dalam penelitian Utama dan Lumondang (2009) menunjukkan hasil bahwa variabel *size* tidak memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham. Berbeda dengan hasil penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Sutarso, Kurniasih, dan Haningsih Lina (2016) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa, ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham, baik pengaruh positif ataupun negatif. Pengaruh positif tersebut terlihat pada kelompok saham dengan ukuran perusahaan kecil, sedangkan pengaruh negatif terlihat pada kelompok saham dengan ukuran besar.

Dengan pengaruh tersebut, investor menganggap bahwa perusahaan kecil mempunyai tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar. Oleh karena itu investor mengharapkan *return* yang lebih besar pada perusahaan kecil. Perusahaan kecil biasanya rentan dengan risiko siklus bisnis perusahaan dan sering mengalami volatilitas dalam menghasilkan *return* (dividen), sehingga ketidakpastian *return* yang didapat investor juga semakin tinggi yang akhirnya investor mengharapkan *return* yang tinggi pula. Hal sebaliknya terjadi pada perusahaan besar, dimana mereka lebih stabil dalam menghasilkan *return/net income* (dividen), sehingga kepastian investor mendapat *return* semakin terjamin (Sutarso, Kurniasih, dan Haningsih Lina 2016).

3. Pengaruh *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return*

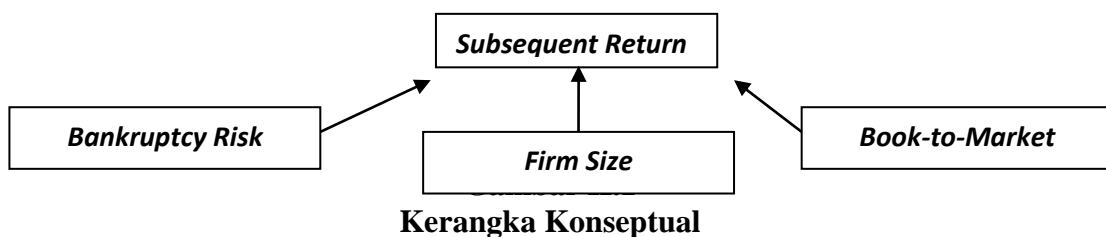
Book to market ratio merupakan rasio yang mencerminkan nilai pasar suatu saham. Rasio ini sangat populer dikalangan investor karena secara sederhana dapat menjelaskan apakah perusahaan dinilai *undervalue*. *Book to market ratio* yang tinggi berarti adanya kewajiban perusahaan yang masih belum dibayarkan. Hal ini membuat risiko memiliki saham perusahaan tersebut tinggi sehingga nilai perusahaan dianggap rendah oleh investor. Sebaliknya, Perusahaan dengan *book to market ratio* rendah menunjukkan bahwa perusahaan dalam keadaan baik sehingga masih dapat melanjutkan bisnisnya dengan menciptakan penjualan (Darusman, 2012).

Dalam penelitian Utama dan Lumondang (2009) menunjukkan hasil bahwa variabel *BE/ME* tidak memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham. Berbeda dengan hasil penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Sutarso, Kurniasih, dan Haningsih Lina (2016) dalam penelitiannya menunjukkan hasil *BE/ME ratio* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham, baik pengaruh positif ataupun negatif. Pengaruh positif tersebut terlihat pada kelompok saham dengan *BE/ME ratio* tinggi dan medium, sedangkan pengaruh negatif terlihat pada kelompok saham dengan *BE/ME ratio* rendah. Dengan pengaruh

positif pada saham dengan *BE/ME ratio* tinggi dan medium dan berpengaruh negatif pada saham dengan *BE/ME ratio* rendah, hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar nilai *BE/ME* maka semakin besar *return*-nya, demikian juga sebaliknya.

Untuk perusahaan dengan nilai *BE/ME ratio* tinggi atau nilai pasarnya jauh di bawah nilai buku (*undervalue*), investor menginterpretasikan bahwa perusahaan/saham tersebut merupakan perusahaan yang sedang tumbuh (*growth stock*). Investor akan mengharapkan *return* yang tinggi pada perusahaan yang sedang tumbuh (*growth stock*) dibandingkan dengan *non-growth stock* seperti perusahaan yang sudah *mature*. Hal ini karena *growth stock* mempunyai potensi untuk menghasilkan *net income* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain (Sutarso, Kurniasih, dan Haningsih Lina 2016).

Berdasarkan deskripsi konseptual dan hasil penelitian yang relevan serta permasalahan yang telah diuraikan di atas, maka di bawah ini ditampilkan kerangka teoritik yang dituangkan dalam model penelitian seperti yang ditunjukkan pada gambar di bawah ini:



D. Perumusan Hipotesis Penelitian

Dari pembahasan teoritik di atas maka dapat dibentuk hipotesis dari penelitian ini yaitu sebagai berikut:

H1 : *Bankruptcy risk* berpengaruh terhadap *Subsequent Return*

H2 : *Firm size* berpengaruh terhadap *Subsequent Return*

H3 : *Book-to-market* berpengaruh terhadap *Subsequent Return*

METODOLOGI PENELITIAN

A. Tujuan Penelitian

Berdasarkan kerangka teoritik yang telah dijelaskan pada Bab II, maka tujuan penelitian yang hendak dicapai antara lain:

1. Memberikan bukti empiris baru terkait pengaruh *bankruptcy risk* terhadap *subsequent return*;
2. Memberikan bukti empiris baru terkait pengaruh *firm size* terhadap *subsequent return*;
3. Memberikan bukti empiris baru terkait pengaruh *book-to-market* terhadap *subsequent return*;

B. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian

Objek pada penelitian ini adalah perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015. Adapun ruang lingkup penelitian meliputi pembatasan variabel *bankruptcy risk* dengan analisis kebangkrutan metode Altman Z-score (1997), *size* dibatasi dengan \ln (log natural) *total assets*, dan *book-to-market* dibatasi dengan menilai nilai buku perusahaan terhadap nilai pasar. Data yang digunakan bersumber dari website resmi Bursa Efek Indonesia yang dipublikasikan pada www.idx.co.id dan sumber-sumber lainnya.

C. Metode Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif karena data yang digunakan pada penelitian ini adalah data kuantitatif berupa data sekunder yang merupakan data yang diperoleh atau dikumpulkan dari sumber-sumber yang telah ada. (Hasan, 2011:33). Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan cara studi pustaka dan dokumentasi.

D. Populasi dan Sampling atau Jenis dan Sumber Data

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan sub sektor *property and real estate* dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Pada penelitian ini metode yang digunakan adalah metode *purposive sampling* dalam penentuan sampelnya, *purposive sampling* adalah pengambilan sampel secara sengaja sesuai dengan persyaratan sampel yang diperlukan (Ulwan, 2014).

Adapun kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang sahamnya telah terdaftar di BEI sebelum 01 Januari 2013.
2. Perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang sahamnya tidak terbagi menjadi seri A dan B.
3. Perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan periode 2013-2015.

E. Teknik Pengumpulan Data atau Operasionalisasi Variabel Penelitian

1. *Subsequent Return*

a. Definisi Konseptual

Subsequent return merupakan *return* bulanan selama satu tahun dimulai 6 bulan setelah tahun fiskal berakhir (Utama dan Lumondang, 2009). Contoh: perusahaan dengan laporan keuangan tahun 2011 maka *subsequent return* yang digunakan dari bulan Juli 2012 sampai dengan Juni 2013 (Dichev, 1998 dalam Utama dan Lumondang, 2009).

b. Definisi Operasional

Variabel *subsequent return* ini akan dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$R_{ti} = \frac{P_{ti} - P_{ti-1}}{P_{ti-1}}$$

Dimana :

R_{ti} = Return ekspektasi saham i pada periode t

P_{ti} = Harga saham i pada akhir periode t

P_{ti-1} = Harga saham i pada awal periode t

2. *Bankruptcy Risk (Altman Z-Score)*

a. Definisi Konseptual

Bankruptcy risk (risiko kebangkrutan) merupakan salah satu risiko sistematis suatu investasi. Risiko sistematis merupakan risiko yang disebabkan oleh berbagai faktor makro dan mempengaruhi semua perusahaan atau industri (Ismanto, 2011). Risiko sistematis tidak dapat dihilangkan walaupun dengan cara diversifikasi. Faktor-faktor makro yang dimaksud antara lain adalah perubahan suku bunga, melemahnya nilai tukar valuta asing, dan resesi ekonomi.

b. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini, *bankruptcy risk* menggunakan *Altman Z-Score* (1997) sebagai alat ukurnya. berikut ini formula *Z-score*:

$$Z = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Dimana:

$X1$ = *Working Capital/Total Assets*

$X2$ = *RE/Total Assets*

$X3$ = *EBIT/Total Assets*

$X4$ = *Market Value of Equity/Book Value of Total Debt*

Z = *Overall Index*

Klasifikasi *Altman Z-score* untuk perusahaan non manufaktur dalah sebagai berikut:

- 1) $Z > 2,60$ artinya perusahaan dianggap aman, bagus dan terhidar dari risiko kebangkrutan.
- 2) $1,1 \leq Z\text{-score} < 2,60$ maka terdapat kondisi keuangan perusahaan yang membutuhkan perhatian khusus.
- 3) $Z < 1,1$ artinya perusahaan berpotensi tinggi mengalami kebangkrutan.

3. *Firm Size*

a. Definisi Konseptual

Firm size merupakan ukuran besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat diukur dengan menggunakan total aset, total penjualan maupun kapitalisasi pasar. Dengan pengukuran perusahaan ini dapat dijadikan sebagai ukuran apakah kondisi perusahaan cenderung mengalami kegagalan atau kesuksesan.

b. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini, *firm size* diukur dengan menggunakan log natura total aset.

4. *Book-to-market*

a. Definisi Konseptual

Book to Market Ratio merupakan rasio yang digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasarnya (Ningsih). Dengan rasio ini, investor dapat menilai harga saham perusahaan, apakah *undervalue* atau *overvalue*. Sebelum melakukan perhitungan rasio *Book to Market*, terlebih dahulu menghitung nilai buku per lembar sahamnya (*book value*).

b. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini, *book to market* diukur dengan menggunakan formula sebagai berikut (Darusman, 2012):

$$\text{Book-to-market} = \frac{\text{Book value of Equity}}{\text{Market Value of Equity}}$$

Book Value of Equity = Total Asset – Total Liabilities

Market Value of Equity = Market Capitalization

F. Teknik Analisis Data

1. Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Regresi linier berganda adalah regresi dimana variabel terikatnya (Y) dihubungkan/dijelaskan lebih dari satu variabel bebas namun masih menunjukkan diagram hubungan yang linier (Hasan, 2011: 269).

Bentuk persamaan yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{SUBSEQRET} = \alpha + \beta_1 \text{BANKRUPTCY} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{BE/ME} + e$$

Keterangan:

SUBSEQRET : *Subsequent Return*

α : Konstanta

BANKRUPTCY : *Bankruptcy Risk (Altman Zscore)*

SIZE : *Firm Size*

BE/ME : *Book-to-market*

e : tingkat kesalahan

2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian mengenai ada tidaknya pelanggaran terhadap asumsi-asumsi klasik. Uji asumsi klasik dilakukan terhadap variabel-variabel yang ada agar tidak terjadi bias dalam pengujian. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini diantaranya yaitu:

1) Uji Normalitas

Uji normalitas adalah untuk menguji apakah data penelitian berdistribusi normal (terdistribusi seperti lonceng). Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak normal. Model

regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal atau tidak dapat dilakukan dengan uji statistik (Mar'ati, 2013). Uji normalitas data dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Suatu data dinyatakan berdistribusi normal jika nilai *Asymp Sig (2-tailed)* hasil perhitungan *Kolmogorov-Smirnov* lebih besar dari 0.05 atau 5% (Ghozali, 2011: 160 dalam Ningsih).

2) Uji Multikolinearitas

Multikolinear diartikan sebagai adanya hubungan erat dari variabel-variabel penjelas. (Asnawi dan Wijaya 2005: 204). Uji multikolinieritas digunakan untuk menunjukkan ada tidaknya hubungan linier yang kuat diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi (Mar'ati 2013). Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinieritas adalah dengan melihat nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Jika nilai *tolerance* > 0.10 atau sama dengan nilai $VIF < 10$, berarti tidak terjadi multikolinieritas (Ghozali, 2011:105 dalam Ningsih).

3) Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2011:139 dalam Ningsih). Model yang baik seharusnya tidak terjadi heteroskedastisitas, yaitu *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain berbeda. Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas dapat dilihat melalui uji *glejser*. Uji *glejser* merupakan uji hipotesis untuk mengetahui apakah sebuah model regresi memiliki indikasi heterokedastisitas dengan cara meregres absud residual.

4) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linier ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (Parwati dan Sudiarta, 2016). Untuk pengujian autokorelasi dapat dilakukan dengan pengujian *durbin-watson*.

3. Uji Hipotesis

Uji hipotesis adalah cabang ilmu statistika inferensial yang dipergunakan untuk menguji kebenaran suatu pernyataan secara statistik dan menarik kesimpulan apakah menerima atau menolak pernyataan tersebut (Kho). Uji hipotesis dapat memberikan kepercayaan diri dalam pengambilan keputusan yang bersifat objektif.

1) Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi pada regresi linier sering diartikan sebagai seberapa besar kemampuan semua variabel bebas dalam menjelaskan varians dari variabel terikatnya. Secara sederhana koefisien determinasi dihitung dengan mengkuadratkan Koefisien Korelasi (R) (<http://konsultanstatistik.com>). Nilai koefisien determinasi (R^2) adalah antara 0 (nol) dan 1 (satu), dimana nilai R^2 yang kecil atau mendekati 0 (nol) berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas, namun jika nilai R^2 yang besar atau mendekati 1 (satu) berarti variabel-

variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

2) Uji Parsial (Uji-t)

Uji-t parsial dalam analisis regresi berganda bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen secara parsial (sendiri) berpengaruh terhadap variabel dependen (Raharjo, 2015). Dalam penelitian ini uji-t dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan uji-t pada tingkat keyakinan 95% atau alpha 5%. Dasar pengambilan keputusan dalam Uji-t berdasarkan nilai signifikansi hasil dari output SPSS adalah sebagai berikut:

- a. Jika nilai signifikansi $< 0,05$ maka variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- b. Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka variabel independen secara parsial bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3) Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji F bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen secara simultan terhadap variabel independen (Raharjo, 2016). Dasar pengambilan keputusan dalam Uji F berdasarkan nilai signifikansi hasil dari output SPSS adalah sebagai berikut:

- a. jika nilai signifikansi $< 0,05$, maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- b. Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data

1. Hasil Pemilihan Sampel

Dari kriteria pemilihan sampel yang telah dijelaskan sebelumnya, jumlah sampel yang terpilih terangkum dalam tabel kriteria pemilihan sampel di bawah ini:

Tabel IV.1
Jumlah Populasi dan Sampel Penelitian

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1	Perusahaan publik sub sektor <i>property and real estate</i> yang terdaftar di BEI	47
2	Perusahaan publik sub sektor <i>property and real estate</i> yang sahamnya telah terdaftar di BEI setelah 01 Januari 2013.	(5)
3	Perusahaan publik sub sektor <i>property and real estate</i> yang memiliki saham seri A dan B.	(11)
	Total Sampel Penelitian	31
	Jumlah observasi selama tahun pengamatan (31 x 3)	93
	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan	(1)
	Jumlah sampel yang digunakan	92

Sumber: Data diolah peneliti, 2017.

Berdasarkan tabel diatas, dapat diketahui bahwa jumlah populasi dalam penelitian ini sebanyak 47 perusahaan. Namun dengan adanya kriteria

pemilihan sampel, maka diperoleh sampel yang telah sesuai dengan kriteria yang ditetapkan sebanyak 31 perusahaan. Dalam penelitian ini, periode yang digunakan selama tiga tahun yakni 2013-2015, sehingga didapati jumlah observasi keseluruhan sebanyak 93 perusahaan. Jumlah akhir sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 92 perusahaan, berkurang dari jumlah observasi keseluruhan dikarenakan adanya perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangannya serta perusahaan yang tidak memiliki *retained earning*.

2. Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan data yang telah terkumpul. Hasil yang diperoleh dari statistik deskriptif ini yaitu informasi terkait data penelitian yang telah diolah oleh peneliti seperti nilai *minimum*, *maximum*, *mean* dan standar deviasi dari masing-masing variabel. Berikut ini adalah hasil uji statistik deskriptif dari observasi pada perusahaan sub sektor *property and real estate* yang dijadikan sampel penelitian:

Tabel. IV.2
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BANKRUPTCY_ALTMAN	92	1.5379	21.3341	6.252483	3.6995303
FIRM_SIZE	92	25.2026	31.3525	28.937154	1.3942914
BOOK_TO_MARKET	92	.1490	6.5336	1.028039	1.0215277
SUBSEQUENT_RETURN	92	-.8894	1.1427	.071766	.3142424
Valid N (listwise)	92				

Sumber: output SPSS 21, data diolah peneliti, 2017.

Berdasarkan tabel hasil uji statistik deskriptif diatas, dapat dijelaskan variabel pada penelitian pada seluruh periode pengamatan sebagai berikut:

a. *Subsequent return*

Subsequent return merupakan rata-rata *return* bulanan selama setahun suatu perusahaan yang dihitung mulai dari 6 bulan dari laporan fiskal yakni *return* bulan juli sampai dengan juni periode selanjutnya. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel IV.2, nilai rata-rata *subsequent return* pada perusahaan sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015 memiliki rata-rata sebesar 0.071766 dengan standar deviasi sebesar 0.3142424. Angka 0.071766 menunjukkan bahwa rata-rata *subsequent return* perusahaan memiliki *return* positif atau mengalami peningkatan harga saham dengan peningkatan yang relatif kecil. Dan standar deviasi sebesar 0.3142424 mengartikan bahwa variasi data cukup kecil.

Dari tabel hasil uji statistik deskriptif diatas menunjukkan perusahaan yang memiliki nilai *subsequent return* terkecil adalah Pikko Land Development Tbk (RODA) dengan nilai *subsequent return* sebesar -0.8894 pada tahun observasi 2015. Sedangkan untuk perusahaan yang memiliki nilai *subsequent return* terbesar adalah Bekasi Asri Pemula Tbk (BAPA) dengan nilai *subsequent return* sebesar 1.1427 pada tahun observasi 2015. Semakin

besar nilai *subsequent return* suatu perusahaan, maka menunjukkan bahwa harga saham perusahaan tersebut meningkat dari harga sebelumnya.

b. Bankruptcy Risk

Dalam penelitian ini, *bankruptcy risk* diproyeksikan dengan metode analisis kebangkrutan *Altman Z-Score* tahun 1997 yang diformulasikan khusus untuk perusahaan publik sektor non-manufaktur. Dari 92 observasi, diperoleh nilai *bankruptcy Altman* terendah sebesar 1.5379 pada Intiland Development Tbk (DILD) tahun observasi 2013. Sedangkan nilai *bankruptcy Altman* terbesar diperoleh Metro Realty Tbk (MTSM) sebesar 21.3341 pada tahun observasi 2014. Semakin besar nilai *bankruptcy Altman* yang diperoleh maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada tabel IV.2 memberikan hasil rata-rata *bankruptcy Altman* perusahaan sebesar 6.252483 dengan standar deviasi 3.6995303. Nilai 6.252483 dalam kategori Altman Z-score menunjukkan rata-rata perusahaan mempunyai kondisi keuangan yang sehat dan terhindar dari bangkrut karena berada diatas 2.60 dan standar deviasi 3.6995303 menggambarkan bahwa variasi data sedikit berbeda.

c. Firm Size

Firm size dalam penelitian ini diproyeksikan dengan \ln dari *Total Assets* yang terdapat dalam laporan neraca perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel IV.2, nilai rata-rata *firm size* pada perusahaan sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015 memiliki rata-rata sebesar 28.937154 dengan standar deviasi sebesar 1.3942914. Angka 28.937154 menunjukkan bahwa rata-rata *firm size* untuk sub sektor *property and real estate* memiliki kapitalisasi pasaryang cukup besar yakni sekitar 3.6 Triliyun Rupiah. Dan standar deviasi sebesar 1.3942914 mengartikan bahwa variasi data relatif kecil.

Dari tabel hasil uji statistik deskriptif diatas menunjukkan perusahaan yang memiliki nilai *firm size* terkecil adalah Metro Realty Tbk (MTSM) dengan nilai *firm size* sebesar 25.2026 yakni dengan total aset yang dimiliki sebesar Rp 88.172.596.470 pada tahun observasi 2015. Sedangkan untuk perusahaan yang memiliki nilai *firm size* terbesar adalah Lippo Karawaci Tbk (LPKR) dengan nilai *firm size* sebesar 31.3525 yakni dengan total aset perusahaan sebesar Rp 41.326.558.178.049 pada tahun observasi 2015. Semakin besar total aset yang dimiliki suatu perusahaan menggambarkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kecukupan dana dalam menjalankan operasinya.

d. Book-to-market

Book-to-market dalam penelitian ini dihitung dengan membandingkan antara nilai buku ekuitas perusahaan dengan nilai pasar ekuitas perusahaan. Dalam penelitian ini, menunjukkan hasil nilai *book-to-market* terendah sebesar 0.1490 pada Mertopolitan Kentjana Tbk (MKPI) tahun observasi 2014. Sedangkan nilai *book-to-market* terbesar diperoleh Greenwood Sejahtera Tbk (GWSA) sebesar 6.5336 pada tahun observasi 2015. Semakin kecil nilai *book-to-market* perusahaan yang diperoleh menggambarkan bahwa perusahaan memiliki nilai yang tinggi dimata para investor.

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada tabel IV.2 memberikan hasil rata-rata *boo-to-market* perusahaan sebesar 1.028039 dengan standar deviasi 1.0215277. Nilai 1.028039 menunjukkan rata-rata perusahaan sub sektor *property and real estate* mempunyai nilai yang rendah di mata investor karena nilai pasar ekuitasnya lebih rendah dibandingkan dengan nilai buku ekuitasnya. Namun jika dilihat dari frekuensi perusahaan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai *book-to-market* yang rendah. Hanya terdapat 10 dari 31 perusahaan sampel yang memiliki nilai *book-to-market* diatas 1 (satu).

Tabel IV.3
Perusahaan dengan *book-to-market* lebih dari 1

NO.	Nama Perusahaan	<i>Book-to-market</i>
1.	APLN	1.63638
2.	BAPA	2.11777
3.	DART	2.09360
4.	DILD	1.25444
5.	EMDE	1.50045
6.	GAMA	1.18616
7.	GPRA	1.24024
8.	GWSA	1.44702
9.	LAMI	1.76428
10.	SMDM	2.36481

Sumber: data diolah penulis, 2017

B. Pengujian Hipotesis

1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Hasil uji asumsi klasik diperoleh setelah peneliti memasukan semua data yang diperlukan pada semua variabel yang digunakan dalam penelitian ke dalam Microsoft Excel. Pengujian asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas, heterokedastisitas dan autokorelasi.

a. Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi data berdistribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Berikut adalah hasil uji *Kolmogorov-Smirnov*:

Tabel IV.4
Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		92
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.29867831
Most Extreme Differences	Absolute	.090
	Positive	.059
	Negative	-.090
Test Statistic		.090
Asymp. Sig. (2-tailed)		.061 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber: output SPSS 21, data diolah oleh penulis, 2017.

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa data berdistribusi normal dengan nilai *Asymp Sig (2-tailed)* hasil perhitungan *Kolmogorov-Smirnov* lebih besar dari 0.05 atau 5% yakni sebesar 0.061.

b. Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menunjukkan ada tidaknya hubungan linier yang kuat diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Untuk menguji ada atau tidaknya multikolinieritas dalam penelitian dapat dilihat nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Jika nilai tolerance > 0.10 atau sama dengan nilai VIF < 10, berarti tidak terjadi multikolinieritas. Berikut adalah hasil uji multikolinieritas dalam penelitian:

Tabel IV.5
Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.970	.761		2.588	.011		
	BANKRUPTCY_ALTMAN	-.026	.010	-.303	-2.671	.009	.798	1.253
	FIRM_SIZE	-.059	.025	-.261	-2.347	.021	.832	1.201
	BOOK_TO_MARKET	-.037	.034	-.119	-1.069	.288	.823	1.215

a. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

Sumber: Output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017

Berdasarkan tabel IV.5. Dapat dilihat bahwa nilai *tolerance* variabel independen > 0.1 yakni untuk variabel *bankruptcy risk* memiliki nilai 0.892, *firm size* memiliki nilai 0.690, dan *book-to-market* memiliki nilai 0.632. Sedangkan jika dilihat dari nilai VIF untuk masing-masing variabel independen secara berturut-turut memiliki nilai VIF dibawah 10, yakni 1.122, 1.449, dan 1.582. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa dalam

penelitian tidak terjadi multikolinearitas atau tidak terdapat data yang memiliki kemiripan satu sama lainnya.

c. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model yang baik seharusnya tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas dalam penelitian ini pengujian yang digunakan adalah uji *Glejser*. Berikut ini adalah hasil uji *Glejser*.

Tabel IV.6
Hasil Uji *Glejser*

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.175	.432		-.405	.686
BANKRUPTCY_ALTMAN	.002	.005	.051	.427	.671
FIRM_SIZE	.013	.014	.109	.939	.350
BOOK_TO_MARKET	.018	.019	.107	.917	.362

a. Dependent Variable: abs_res

Sumber: output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017

Berdasarkan tabel IV.6 dapat dilihat bahwa nilai dari masing-masing variabel berada diatas 0,05. Nilai signifikansi variabel *bankruptcy risk* 0.671, *firm size* 0.350, dan *book-to-market* sebesar 0.362. dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa penelitian ini lolos uji heterokedastisitas.

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linier memiliki korelasi (hubungan) antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1. Pada penelitian ini, pengujian autokorelasi dilakukan dengan pengujian Durbin-Watson (DW). Berikut adalah hasil uji autokorelasi:

Tabel IV.7
Hasil Uji Durbin-Watson

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.311 ^a	.097	.066	.3037268	2.107

a. Predictors: (Constant), BOOK_TO_MARKET, FIRM_SIZE, BANKRUPTCY_ALTMAN

b. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

Sumber: output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa nilai *Durbin-Watson* dalam penelitian ini sebesar 2.107. Selanjutnya untuk nilai dL dan dU pada N=92 dan k=3 dapat dilihat dari tabel *Durbin-Watson*. Didapati nilai dL=1.5941,

nilai $dU=1.7285$ dan $4-dU=2.2715$. Dapat disimpulkan bahwa nilai *Durbin-Watson* berada diantara dU dan $4-dU$, yaitu $1.7285 < 2.107 < 2.2715$ yang dapat diartikan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam penelitian ini.

2. Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda dilakukan setelah data dalam penelitian telah lolos dari uji asumsi klasik. Pada penelitian ini, telah dilakukan uji asumsi klasik dan menunjukkan hasil bahwa penelitian telah lolos uji asumsi klasik dan selanjutnya dapat melakukan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda dalam penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* terhadap *subsequent return*. Berikut adalah hasil analisis regresi linier berganda:

Tabel IV.8
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.970	.761		2.588	.011		
	BANKRUPTCY_ALTMAN	-.026	.010	-.303	-2.671	.009	.798	1.253
	FIRM_SIZE	-.059	.025	-.261	-2.347	.021	.832	1.201
	BOOK_TO_MARKET	-.037	.034	-.119	-1.069	.288	.823	1.215

a. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

Sumber: Output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017

Berdasarkan hasil tabel diatas dapat dilihat bahwa model regresi yang terbentuk antara *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan adalah sebagai berikut

$$\text{SUBSEQRET} = 1.970 - 0.026 (\text{BANKRUPTCY}) - 0.059 (\text{SIZE}) - 0.037 (\text{BE/ME}) + e$$

Keterangan:

- SUBSEQRET : *Subsequent Return*
 α : Koefisien Konstanta
 BANKRUPTCY : *Bankruptcy Risk*
 SIZE : *Firm Size*
 BE/ME : *Book-to-market*
 e : standar error

Dari persamaan regresi di atas, dapat disimpulkan bahwa:

- Konstanta (α) sebesar 1.970 menjelaskan bahwa jika semua variabel independen bernilai konstan, maka nilai *subsequent return* perusahaan akan mengalami kenaikan sebesar 1.970;
- Nilai koefisien regresi variabel *bankruptcy risk* sebesar -0.026. nilai koefisien regresi berparameter negatif, hal tersebut menunjukkan bahwa setiap terjadi peningkatan *bankruptcy risk* akan berdampak pada penurunan nilai *subsequent return* sebesar 0.026.
- Nilai koefisien regresi variabel *firm size* sebesar -0.059. nilai koefisien regresi berparameter negatif, hal tersebut menunjukkan bahwa setiap

terjadi peningkatan *firm size* akan berdampak pada penurunan nilai *subsequent return* sebesar 0.059.

- d. Nilai koefisien regresi variabel *book-to-market* sebesar -0.037. nilai koefisien regresi berparameter negatif, hal tersebut menunjukkan bahwa setiap terjadi peningkatan *book-to-market* akan berdampak pada penurunan nilai *subsequent return* sebesar 0.037.

3. Hasil Uji Hipotesis

Untuk menghasilkan uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan tiga uji diantaranya yaitu uji simultan (Uji F), uji parsial (Uji t), dan uji koefisien determinasi (R^2). Uji simultan (Uji F) dilakukan untuk menguji apakah variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Sedangkan uji parsial (Uji t) dilakukan untuk menguji apakah masing-masing variabel independen secara individu memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Dan untuk uji koefisien determinasi (R^2) dilakukan untuk mengukur seberapa besar kemampuan semua variabel independen dalam menjelaskan varians dari variabel dependennya.

a. Hasil Uji Parsial (Uji t)

Dalam penelitian ini, uji t dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen yakni *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* secara individu berpengaruh terhadap *subsequent return*. Sama halnya dengan uji F, dalam menentukan hasil uji t dapat dilakukan dengan dua cara. Cara pertama dilakukan dengan membandingkan antara t_{hitung} dengan t_{tabel} . Jika nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka dapat diartikan bahwa variabel independen secara individu memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan sebaliknya. Untuk cara kedua dapat dilakukan dengan melihat nilai signifikansi hasil output uji t pada tabel *coefficients*. Jika memiliki nilai signifikansi $< 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara individu memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan sebaliknya. Berikut ini adalah hasil uji parsial (Uji t):

Tabel IV.9
Hasil Uji Parsial (Uji t)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.970	.761		2.588	.011		
	BANKRUPTCY_ALTMAN	-.026	.010	-.303	-2.671	.009	.798	1.253
	FIRM_SIZE	-.059	.025	-.261	-2.347	.021	.832	1.201
	BOOK_TO_MARKET	-.037	.034	-.119	-1.069	.288	.823	1.215

a. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

Sumber: Output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t) diatas, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1) Pengujian Hipotesis 1

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa nilai t_{hitung} variabel *bankruptcy risk* yang dihasilkan sebesar 2.671. Sedangkan untuk t_{tabel} , dapat dilihat pada $df = n - k - 1$; $n = 92$; $k = 3$) dengan tingkat kepercayaan (α) 5% memiliki

nilai 1.98729. Untuk nilai signifikansi dalam penelitian ini sebesar 0.009. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan nilai signifikansi < 0.05 yang berarti variabel *bankruptcy risk* dalam penelitian ini secara individu berpengaruh terhadap *subsequent return*. Oleh karena itu H1 yang menyatakan *bankruptcy risk* berpengaruh terhadap *subsequent return* diterima.

2) Pengujian Hipotesis 2

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa nilai t_{hitung} variabel *firm size* yang dihasilkan sebesar 2.347. Sedangkan untuk t_{tabel} , dapat dilihat pada df 88 ($df=n-k-1$; $n=92$; $k=3$) dengan tingkat kepercayaan (α) 5% memiliki nilai 1.98729. Untuk nilai signifikansi dalam penelitian ini sebesar 0.021. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan nilai signifikansi < 0.05 yang berarti variabel *firm size* dalam penelitian ini secara individu berpengaruh terhadap *subsequent return*. Oleh karena itu H2 yang menyatakan *firm size* berpengaruh terhadap *subsequent return* diterima.

3) Pengujian Hipotesis 3

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa nilai t_{hitung} variabel *book-to-market* yang dihasilkan sebesar 1.069. Sedangkan untuk t_{tabel} , dapat dilihat pada df 88 ($df=n-k-1$; $n=92$; $k=3$) dengan tingkat kepercayaan (α) 5% memiliki nilai 1.98729. Untuk nilai signifikansi dalam penelitian ini sebesar 0.288. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan nilai signifikansi > 0.05 yang berarti variabel *book-to-market* dalam penelitian ini secara individu tidak berpengaruh signifikan terhadap *subsequent return*. Oleh karena itu H3 yang menyatakan *book-to-market* berpengaruh terhadap *subsequent return* ditolak.

b. Hasil Uji Simultan (Uji F)

Dalam penelitian ini, uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen yakni *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *subsequent return*. Dalam menentukan hasil uji dapat dilakukan dengan dua cara. Cara pertama dilakukan dengan membandingkan antara F_{hitung} dengan F_{tabel} . Jika nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka dapat diartikan bahwa variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan sebaliknya. Untuk cara kedua dapat dilakukan dengan melihat nilai signifikansi hasil output uji F pada tabel ANOVA. Jika memiliki nilai signifikansi $< 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan sebaliknya. Berikut ini adalah hasil uji simultan (Uji F):

Tabel IV.10
Hasil Uji Simultan (Uji F)

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.868	3	.289	3.137	.029 ^b
	Residual	8.118	88	.092		
	Total	8.986	91			

a. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

b. Predictors: (Constant), BOOK_TO_MARKET, FIRM_SIZE, BANKRUPTCY_ALTMAN

Sumber: output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017

Berdasarkan tabel diatas, nilai F_{hitung} yang dihasilkan sebesar 3.137. Sedangkan untuk F_{tabel} , dapat dilihat pada df_1 ($k-1$; $3-2=2$) df_2 ($n-k$; $92-3=89$) dengan signifikansi 5% memiliki nilai 3.10. Untuk nilai signifikansi dalam penelitian ini sebesar 0.029. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ dan nilai signifikansi < 0.05 yang berarti variabel independen dalam penelitian ini secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

c. Hasil Koefisiensi Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi pada suatu regresi linier digunakan untuk melihat seberapa besar kemampuan semua variabel independen dalam menjelaskan varians dari variabel dependennya. Nilai koefisien determinasi (R^2) adalah antara 0 (nol) dan 1 (satu), dimana nilai R^2 yang kecil atau mendekati 0 (nol) berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas, namun jika nilai R^2 yang besar atau mendekati 1 (satu) berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi dapat dipakai untuk memprediksi seberapa besar kontribusi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan syarat hasil uji F dalam analisis regresi bernilai signifikan. Sebaliknya, jika hasil dalam uji F tidak signifikan maka nilai koefisien determinasi tidak dapat digunakan untuk memprediksi kontribusi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut ini hasil uji koefisiensi determinasi (R^2):

Tabel IV.11
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.311 ^a	.097	.066	.3037268	2.107

a. Predictors: (Constant), BOOK_TO_MARKET, FIRM_SIZE, BANKRUPTCY_ALTMAN

b. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

Sumber: output SPSS 22, data diolah oleh penulis, 2017.

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan nilai *adjusted R square* yang mendekati nilai 0 yang dapat diartikan bahwa kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Hasil *Adjusted R Square* dari variabel-variabel independen dalam penelitian ini adalah 0.066 atau sekitar 6.6%. hal tersebut menggambarkan bahwa 6.6% dari *subsequent return* dipengaruhi dan dapat dijelaskan oleh ketiga variabel independen dalam peneitian ini yaitu *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* perusahaan. Sedangkan 93.4% yang tersisa kemungkinan dapat dijelaskan oleh variabel lainnya diluar model regresi.

C. Pembahasan

Dalam penelitian ini pengujian statistik dilakukan dengan menggunakan sampel perusahaan sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2015 untuk membuktikan adakah pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return*. Berikut ini adalah pembahasan terhadap hasil pengujian statistik yang telah dilakukan:

1. Pengaruh *bankruptcy risk* terhadap *subsequent return*

Bankruptcy risk berpengaruh terhadap *subsequent return* merupakan hipotesis pertama (H1) dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil atas pengujian yang telah dilakukan, variabel *bankruptcy risk* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *subsequent return*. Dapat dibuktikan dari tabel IV yang menunjukkan bahwa hasil uji $t_{hitung} > t_{tabel}$ dengan nilai signifikansi < 0.05 . maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima. Oleh karena itu, H1 diterima yang artinya *bankruptcy risk* berpengaruh terhadap *subsequent return*. Hasil tersebut memberikan pemahaman bahwa semakin besar nilai *bankruptcy risk* suatu perusahaan maka *subsequent return* perusahaan tersebut menurun. Berikut ini merupakan pembuktian hipotesis 1 yang ditunjukkan pada tabel IV.12:

Tabel IV.12

Pembuktian Hipotesis 1

TAHUN	BANKRUPTCY RISK	SUBSEQUENT RETURN
2013	2.7325	0.3893
2014	3.0150	-0.3223
2015	2.5490	0.2650

Sumber: data diolah oleh penulis, 2017

Pada tabel pembuktian hipotesis 1 terlihat kondisi keuangan Agung Podomoro Land Tbk (APLN) tahun 2013, 2014, dan 2015 mencatat nilai perhitungan *bankruptcy risk Altman* secara berturut-turut sebesar 2.7325, 3.0150, dan 2.5490. Peningkatan sebesar 10.34% terjadi dari tahun 2013 ke 2014 dan mengalami penurunan kembali pada tahun 2014 ke 2015 sebesar 15.46%. Namun hal yang berbeda pada tingkat *subsequent return* perusahaan perusahaan tersebut yang mengalami penurunan pada tahun pengamatan pertama ke tahun pengamatan kedua yang awalnya memiliki *subsequent return* positif sebesar 0.3893 menjadi -0.3223 pada tahun pengamatan kedua dan kembali sedikit membaik pada tahun pengamatan ketiga menjadi -0.2650.

Salah satu penyebab nilai perhitungan Altman yang rendah yaitu dikarenakan oleh hasil rasio-rasio tersebut rendah atau bahkan bertanda minus. Nilai rasio yang rendah belum tentu menggambarkan kondisi keuangan yang buruk. Salah satu penyebab rasio tersebut dapat bernilai kecil adalah karena penilaian harga pasar ekuitas yang lebih kecil dibandingkan dengan total hutang perusahaan. Dalam penelitian ini dapat terlihat pada Agung Podomoro Land Tbk (APLN) yang memiliki harga pasar ekuitas pada tahun 2013, 2014 dan 2015 secara berturut-turut sebesar Rp 4.407.693.500.000, Rp 6.867.801.500.000, dan Rp 6.847.300.600.000 yang posisinya lebih kecil dibandingkan dengan total hutang yang dimiliki perusahaan. Pada tahun 2013, 2014, dan 2015 total hutang APLN secara berturut-turut sebesar Rp 12.467.225.599.000, Rp 15.223.273.846.000, dan Rp 15.486.506.060.000. Dalam hal ini investor beranggapan bahwa *high risk = high return* dimana suatu kondisi perusahaan dengan risiko yang tinggi akan memberikan *return* yang tinggi pula. Perusahaan yang terindikasi bangkrut memiliki risiko yang tinggi sehingga *return* yang diharapkan investor juga tinggi. Hal itulah yang mendasari mengapa angka perhitungan altman memiliki pengaruh negatif terhadap *subsequent return*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Utama dan Lumondang (2009) dan Irawan (2015) yang menyatakan bahwa *bankruptcy risk* tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*.

2. Pengaruh *firm size* terhadap *subsequent return*

Firm size berpengaruh terhadap *subsequent return* merupakan hipotesis kedua (H2) dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil atas pengujian yang telah dilakukan, variabel *firm size* berpengaruh terhadap *subsequent return*. Dapat dibuktikan dari tabel IV.9 yang menunjukkan bahwa hasil uji $t_{hitung} > t_{tabel}$ dengan nilai signifikansi < 0.05 . maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima. Oleh karena itu, H2 diterima yang artinya *firm size* berpengaruh terhadap *subsequent return*.

Firm size yang diukur menggunakan total aset yang dimiliki perusahaan dalam penelitian ini dapat menggambarkan kecukupan dana yang dimiliki oleh perusahaan dalam suatu periode. Ketika perusahaan memiliki dana yang cukup, maka kegiatan operasional perusahaan akan berjalan lancar. Hasil uji pada tabel menghasilkan nilai koefisiensi dari *firm size* yang bernilai negatif. Nilai negatif tersebut menunjukkan bahwa semakin besar *firm size* maka semakin rendah tingkat *subsequent return*. Berikut ini merupakan pembuktian hipotesis 2 yang ditunjukkan pada tabel IV.13:

Tabel IV.13
Pembuktian Hipotesis 2

Tahun	ASRI	
	<i>Firm Size</i>	<i>Subsequent Return</i>
2013	30.3002	0.339698
2014	30.4598	-0.04212
2015	30.5643	-0.37544

Sumber: data diolah oleh penulis, 2017

Dapat dilihat dari tabel IV.13, Alam Sutera Realty Tbk (ASRI) dari tahun ke tahun memiliki peningkatan pada total aset perusahaan. Total aset yang dimiliki ASRI pada tahun 2013 sebesar Rp 14.428.082.567.000, untuk tahun 2014 sebesar Rp 16.924.366.954.000, dan untuk tahun 2015 sebesar Rp 18.789.870.126.000. sedangkan untuk tingkat subsequent return ASRI mengalami penurunan selama tahun 2013-2015. Nilai subsequent return ASRI untuk tahun 2013, 2014 dan 2015 berturut-turut sebesar 0.339698, -0.04212, dan -0.37544. hal tersebut membuktikan bahwa semakin besar total aset yang dimiliki ASRI, maka subsequent returnnya semakin menurun bahkan hingga bertanda minus yang diartikan bahwa harga saham di pasar selama satu tahun rata-rata mengalami penurunan. Kondisi tersebut dapat terjadi dikarenakan investor menganggap bahwa perusahaan dengan total aset kecil memiliki risiko yang lebih tinggi karena tidak memiliki banyak jaminan dalam menjalankan operasionalnya sehingga akan lebih sulit mendapatkan pinjaman dari kreditor atas keterbatasan tersebut. Dengan risiko perusahaan yang semakin tinggi tersebut menjadi dasar tingginya return yang diharapkan oleh investor atas investasinya.

Hal itulah yang mendasari mengapa *firm size* memiliki pengaruh negatif terhadap *subsequent return*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Utama dan Lumondang (2009), namun sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Irawan (2015) yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *subsequent return*.

3. Pengaruh *book-to-market* terhadap *subsequent return*

Book-to-market berpengaruh terhadap *subsequent return* merupakan hipotesis ketiga (H3) dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil atas pengujian yang telah dilakukan, variabel *book-to-market* tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*. Dapat dibuktikan dari tabel IV.9 yang menunjukkan bahwa hasil uji $t_{hitung} < t_{tabel}$ dengan nilai signifikansi > 0.05 . maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak. Oleh karena itu, H_2 ditolak yang artinya *book-to-market* tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*.

Book-to-market dihitung dengan membandingkan antara nilai buku ekuitas dengan nilai pasar ekuitas. Nilai buku ekuitas menunjukkan seberapa besar ekuitas perusahaan berdasarkan pencatatan dalam laporan keuangan. Sedangkan nilai pasar ekuitas menunjukkan nilai sebuah perusahaan menurut pasar sahamnya. Ketika perusahaan memiliki nilai buku yang lebih tinggi dari nilai pasar saham dapat diartikan bahwa para pelaku pasar telah hilang kepercayaan atas aset yang dimiliki oleh perusahaan dalam operasionalnya untuk memperoleh laba. Dan apabila nilai buku perusahaan lebih kecil dari nilai pasar saham dapat diartikan bahwa para pelaku pasar menilai bahwa perusahaan memiliki kekuatan dalam menghasilkan laba dalam operasionalnya melalui aset yang dimiliki oleh perusahaan. Hasil uji pada tabel menghasilkan nilai koefisiensi dari *book-to-market* yang bernilai negatif. Nilai negatif tersebut menunjukkan bahwa semakin besar *book-to-market* maka semakin rendah tingkat *subsequent return*. Berikut ini merupakan pembuktian hipotesis 3 yang ditunjukkan pada tabel IV.14:

Tabel IV.14
Pembuktian Hipotesis 3

TAHUN	DART		BAPA	
	BOOK-TO-MARKET	SUBSEQUENT RETURN	BOOK-TO-MARKET	SUBSEQUENT RETURN
2014	1.51994	-0.23856	2.11777	0.00078
2015	2.59848	-0.28061	3.05027	1.12470

Sumber: data diolah oleh penulis, 2017

Dapat dilihat dari tabel pembuktian hipotesis 3 diatas, pada tahun 2014 (DART) memiliki nilai *book-to-market* 1.51994 dan meningkat menjadi 2.59848 pada tahun 2015 dengan *subsequent return* -0.23856 dan -0.28061. Sedangkan pada tahun yang sama, (BAPA) mengalami peningkatan atas angka *book-to-market* yang dimiliki dari 2.11777 pada tahun 2014 menjadi 3.05027 yang juga diikuti dengan peningkatan *subsequent return*nya dari 0.00078 menjadi 1.12470. Hal tersebut membuktikan semakin besar nilai *book-to-market* tidak selalu menyebabkan *subsequent return* yang rendah, sesuai pada contoh diatas dapat dilihat *book-to-market* yang tinggi mampu menghasilkan *subsequent return* yang cukup tinggi pula.

Book-to-market yang tidak berpengaruh terhadap *subsequent return* dikarenakan faktor penyimpangan harga saham dari harga wajarnya (*mispricing*). Penyimpangan tersebut dapat dibagi menjadi dua kondisi dimana harga saham dinilai terlalu tinggi (*overvalued*) ataupun harga saham dinilai terlalu rendah (*undervalued*). Hal tersebut terjadi karena para pelaku pasar yakni investor dan traders sebagian besar telah melakukan transaksi saham yang tidak rasional atas setiap informasi yang masuk ke bursa. Jika informasi yang masuk adalah berita buruk, investor cenderung menilai saham terlalu rendah dari nilai wajarnya sehingga saham menjadi *undervalued*. Dan untuk informasi berita baik, pasar cenderung menilai berlebih dan menilai saham terlalu tinggi dari nilai wajarnya sehingga harga saham menjadi *overvalued*.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, menunjukkan bahwa *mispricing* yang terjadi di pasar juga dapat menyebabkan *book-to-market* suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *subsequent return*nya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Lumondang (2009) serta penelitian yang dilakukan oleh Irawan (2015).

KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return*. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013-2015. Penelitian ini menggunakan data sekunder dan dari kriteria-kriteria yang telah dibuat, diperoleh sampel sebanyak 31 perusahaan yang telah memenuhi kriteria *purposive sampling* yang ditetapkan

peneliti. Berdasarkan pengujian dan analisis yang telah diuraikan pada pembahasan di atas, maka dapat dibuat kesimpulan sebagai berikut:

1. *Bankruptcy risk* secara parsial berpengaruh signifikan negatif terhadap *subsequent return*. Kinerja perusahaan yang diukur dengan analisis kebangkrutan metode Altman *z-score* (1997) untuk perusahaan publik sektor non-manufaktur berpengaruh signifikan negatif terhadap *subsequent return*. Hal ini menunjukkan bahwa *bankruptcy risk* dapat mempengaruhi peningkatan maupun penurunan *subsequent return*. Jika *bankruptcy* meningkat, maka *subsequent return* menurun. Begitu pula sebaliknya, jika *bankruptcy* menurun, maka *subsequent return* meningkat.
2. *Firm size* secara parsial berpengaruh signifikan negatif terhadap *subsequent return*. Besar kecilnya total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *subsequent return*. Hal ini menunjukkan bahwa *firm size* dapat mempengaruhi peningkatan maupun penurunan *subsequent return*. Jika *firm size* meningkat, maka *subsequent return* menurun. Begitu pula sebaliknya, jika *firm size* menurun, maka *subsequent return* meningkat.
3. *Book-to-market* secara parsial tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*. Besar kecilnya hasil rasio nilai buku ekuitas dengan nilai pasar ekuitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa *book-to-market* tidak dapat mempengaruhi peningkatan maupun penurunan *subsequent return*.
4. *Bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* secara simultan berpengaruh terhadap *subsequent return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* secara bersama-sama dapat mempengaruhi peningkatan maupun penurunan *subsequent return*.

B. Implikasi

Penelitian ini memiliki hasil bahwa variabel *bankruptcy risk* berpengaruh terhadap *subsequent return*, sedangkan variabel *firm size* dan *book-to-market* tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*. Implikasi pada masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

1. *Bankruptcy risk* berpengaruh signifikan terhadap *subsequent return*. Hal tersebut terjadi dikarenakan investor menganggap bahwa suatu kondisi perusahaan dengan risiko yang tinggi mampu memberikan *return* yang tinggi pula sehingga menyebabkan *subsequent return* perusahaan meningkat. Dengan analisis kebangkrutan altman ini dapat dilihat bagaimana kinerja suatu perusahaan melalui rasio *Working Capital* terhadap *Total Assets* (WCTA), rasio *Retained Earnings* terhadap *Total Assets* (RETA), *Earning Before Income and Tax* terhadap *Total Assets* (EBIT/TA), dan *Market Value Equity* terhadap *Book Value of Total Debt* (MVE/BVD). Dalam kasus ini investor percaya akan kemampuan perusahaan menggunakan aset yang dimiliki untuk memperoleh keuntungan sehingga berdampak pada harga saham pasar perusahaan yang cenderung *overvalued* sehingga menunjukkan peningkatan atas *subsequent return* perusahaan meskipun perusahaan dinilai memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi.

2. *Firm size* yang diukur dengan total aset yang dimiliki perusahaan berpengaruh terhadap *subsequent return*. Hal ini disebabkan oleh penilaian investor terhadap perusahaan dengan aset yang kecil memiliki keterbatasan dana sehingga memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan total aset yang besar. Dengan tingginya risiko yang ditanggung investor tersebut, maka *subsequent return* yang diharapkan investor juga semakin tinggi.
3. *Book-to-market* yang diukur dengan perbandingan antara nilai buku ekuitas dengan nilai pasar tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*. Hal tersebut terjadi karena *mispricing* pada harga saham suatu perusahaan. Sebagian investor telah melakukan transaksi saham yang tidak rasional atas setiap informasi yang masuk ke bursa. Sehingga menimbulkan *mispricing* pada harga saham suatu perusahaan. Meskipun pada dasarnya karakteristik dari sub sektor *property and real estate* yang merupakan perusahaan padat modal ini akan memberikan nilai buku ekuitas yang tinggi yang menyebabkan *book-to-market* perusahaan menjadi rendah. Namun hal tersebut tidak dapat mempengaruhi *subsequent return* suatu perusahaan dikarenakan *mispricing* saham tersebut.

C. Saran

Berdasarkan penelitian yang sudah dilakukan terdapat beberapa kelemahan. Untuk memperbaiki kelemahan dari penelitian ini, berikut ini adalah saran yang dapat digunakan untuk penelitian selanjutnya:

1. Penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel independen, diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat memperbanyak variabel independen, sehingga dapat menambah literatur tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *subsequent return*.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan meneliti perusahaan dengan sub sektor lainnya karena setiap sektor perusahaan memiliki karakteristik tersendiri sehingga dapat memperkaya literatur yang ada.
3. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan *proxy* lain seperti *market capitalization* atau *total sales* untuk mengukur *firm size* dan metode kebangkrutan yang lain selain metode *Altman z-score*.

DAFTAR PUSTAKA

- Al Maqassary, Ardy. (2013). *Pengertian Kebangkrutan*. Dipetik Maret 07, 2017, dari <http://www.e-jurnal.com/2013/09/pengertian-kebangkrutan.html>
- Arini, Sopiya. (2013). *Analisis Altman Z-Score untuk Memprediksi Kebangkrutan pada Perusahaan Farmasi di Indonesia*. Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen Vol 2, No.11
- Asnawi, Said Kelana dan Wijaya, Chandra. (2005). *Riset Keuangan: Pengujian Empiris-empiris*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Baihaqi, Rahmat. (2017). *Mendongkrak Pertumbuhan Ekonomi Melalui Pembangunan Sejuta Rumah*. Dipetik Maret 06, 2017, dari <https://ekbis.sindonews.com/read/1185778/179/mendongkrak-pertumbuhan-ekonomi-melalui-pembangunan-sejuta-rumah-1488794967>
- Beljarinvestasi.my.id. *Pengertian Return Saham*. Dipetik Maret 17, 2017, dari <http://beljarinvestasi.my.id/pengertian-return-saham/>
- Christina, Bernadette. (2012). *Mulai besok, SIIP resmi delisting dari bursa*. Dipetik Maret 06, 2017, dari <http://investasi.kontan.co.id/news/mulai-besok-siip-resmi-delisting-dari-bursa>
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. (2012). *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi 3. Jakarta: Salemba Empat.
- Darusman, Dery. (2012). *Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Momentum terhadap Return Portofolio Saham*. Diponegoro Journal of Management Vol. 1, No.1, hal:212-225.
- Fabozzi, Frank J. (1999). *Manajemen Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fama, Eugene F dan French, Kenneth R. (1995). *Size and Book-to-market Factors in Earnings and Returns*. The Journal of Finance, Vol.50, No.1 Mar: 131-155
- Fariska, Nadia. (2014). *Apa Itu Emiten?*. Dipetik Maret 14, 2017, dari <http://www.edukasisaham.co.id/apa-itu-emiten/>
- Ferdian, Reza Ilham. Omar, Mohammad Azmi dan Dewi, Kartika Miranti. (2011). *Firm Size, Book-to-Market Equity, and Security Returns: Evidence from the Indonesian Shariah Stocks*. Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol.7, No.1, Jan-Mar: 77-96
- Fiwka, Estriana. (2016). *Pengertian Working Capital dan Rumus Working Capital*. Dipetik Maret 14, 2017, dari <http://www.seputarpendidikan.com/2016/12/pengertian-working-capital-dan-rumus-working-capital.html>
- Finansialku. (2015). *Risiko dan Pengembalian Investasi*. Dipetik Maret 09, 2017, dari <https://www.finansialku.com/risiko-dan-pengembalian-investasi/>
- Irawan, Amri. (2015). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Book To Market, Beta, Earning Dan Financial Distress Terhadap Subsequent Return Saham*.
- Hasan, M iqbal. (2011). *Pokok-pokok Materi Statistika 1 (Statistik Deskriptif)*. Edisi Kedua. Jakarta: Bumi Aksara.
- Hayes, Suzanne K. Hodge, Kay A dan Hughes Larry W. (2010). *A Study of the Efficacy of Altman's Z to Predict Bankruptcy of Specialty Retail Firms*

- Doing Business in Contemporary Times*. Economics and Business Journal: Inquiries and Perspectives Vol.3, No.1 October: 122-134
- Ismanto, Hadi. (2011). *Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Book-to-market Value, dan Beta terhadap Return Saham di BEI*. Jurnal Ekonomi dan Pendidikan, Vol. 8 No.2, November: 186-205.
- Juan, Eka. (2013). *Nilai Buku vs Nilai Pasar*. Dipetik Maret 09, 2017, dari <http://dapur-uang.com/nilai-pasar-nilai-buku/>
- Kabo, Muslim. (2011). *Capital Asset Pricing Teori CAPM*. Dipetik Maret 13, 2017, dari <http://ekonomi.kabo.biz/2011/01/capital-asset-pricing-teori-capm.html>
- _____. (2011). *Teori Sinyal*. Dipetik Maret 14, 2017, dari <http://ekonomi.kabo.biz/2011/07/teori-sinyal.html>
- Kho, Dickson. *Pengertian Uji Hipotesis dan Jenis-jenisnya*. Dipetik Maret 21, 2017, dari <http://teknikelektronika.com/pengertian-uji-hipotesis-jenis-jenisnya/>
- Konsultan Statistik. (2011). *Koefisien Determinasi pada Regresi Linear*. Dipetik Maret 21, 2017, dari <http://www.konsultanstatistik.com/2011/07/koefisien-determinasi-pada-regresi.html>
- Kriesnawati, Nuning dan Kusumawati, Rita. (2003). *Analisis Kebangkrutan Perusahaan dengan Menggunakan Metode Z Score (Studi Kasus pada Industri Consumer Goods di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-2000)*. Jurnal Akuntansi dan Investasi Vol 4 No,1, Januari: 12-27
- Lihin. (2013). *Pengertian Risiko Investasi*. Dipetik Maret 09, 2017, dari <http://www.referensimakalah.com/2013/02/pengertian-risiko-investasi.html>
- _____. (2013). *Pengertian Return Investasi*. Dipetik Maret 17, 2017, dari <http://www.referensimakalah.com/2013/02/pengertian-return-investasi.html>
- Mar'ati, Fudji Sri. (2013). *Pengaruh Firm Size terhadap return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2009*. Among Makarti Vol.6, No.12, Desember: 66-79
- Muslich, Mohamad. (2007). *Manajemen Keuangan Modern*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Ningsih, Vivi Seftya. Halim, Abdul dan Wulandari, Retno. *Pengaruh PRICE Earning Ratio, Dividend Yield, Book-to-market Ratio, dan Audit Quality terhadap Return Saham*. Journal Riset Mahasiswa Akuntansi (JRMA) Vol.xx, No.xx, hal: 1-13
- Parwati, Ayu Dika R.R. dan Sudiarta, Gede Martha. (2016). *Pengaruh Profitabilitas, Lverage, Likuiditas dan Penilaian Pasar terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur*. E-Jurnal Manajemen Unud, Vol.5, No.1, 2016: 385-413
- Raharjo, Sahid. (2015). *Cara Melakukan Uji t Parsial dalam Analisis Regresi dengan SPSS*. Dipetik Maret 21, 2017, dari <http://www.spssindonesia.com/2014/02/cara-mudah-melakukan-uji-t-dengan-spss.html>

- _____. (2016). *Cara Melakukan Uji F Simultan dalam Analisis Regresi*. Dipetik Maret 21, 2017, dari <http://www.spssindonesia.com/2016/08/cara-melakukan-uji-f-simultan-dalam.html>
- Raningsih, Ni Kadek dan Putra, I Made Pande Dwiana. (2015) *Pengaruh Rasio-rasio Keuangan dan Ukuran Perusahaan pada Return Saham*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol.13, No.2, November: 582-598
- Rantelino, R., Anastasia,N., dan Memarista, G. (2015). *Prediksi Kebangkrutan Perusahaan Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 1998-2013*. Finesta Vol 3 No.1(2015) 96-101
- Safitri, Ervita dan Fitantina. (2016). *Analisis Prediksi Kebangkrutan pada Perusahaan yang Ter-Delisting dari Bursa Efek Indonesia*. Forum Bisnis dan Kewirausahaan Jurnal Ilmiah STIE MDP Vol 6, No.1 September: 16-28
- Sarwani dan Raidah. (2008). *Analisis Diskriminan Model Altman (Z-Score) dalam Mengukur Kinerja Keuangan Untuk Memprediksi Kebangkrutan pada Industri Kayu yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Ekonomi Pembangunan Manajemen dan Akuntansi, Vol.7, No.2 Agustus 2008 : 200-230.
- Sutarso. Kurniasih, Agustina dan Haningsih, Lina. (2016). *Analisis Pengaruh Multifaktor terhadap Return Saham di Indonesia*. Jurnal Manajemen Vol.XX, No. 03, Oktober: 435-452
- Ulwan, M Nasihun. (2014). *Teknik Pengambilan Sampel dengan Metode Purposive Sampling*. Dipetik Maret 13, 2017, dari <http://www.portal-statistik.com/2014/02/teknik-pengambilan-sampel-dengan-metode.html>
- Utama, Cynthia Afriani dan Lumondang, Astari. (2009). *Pengaruh Bankruptcy Risk, Size dan Book-to-market Perusahaan terhadap Imbal Hasil*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol.6, No.2, Desember: 152-176.

