

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

**SIFA FAUZIAH
8335132477**



Skripsi Ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta

**PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI
KONSENTRASI AUDIT
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2017**

***THE INFLUENCE OF BANKRUPTCY RISK, FIRM SIZE AND
BOOK-TO-MARKET FIRM ON SUBSEQUENT RETURN***

**SIFA FAUZIAH
8335132477**



Skripsi is written as Part of Bachelor Degree in Economics Accomplishment

**STUDY PROGRAM OF S1 ACCOUNTING
AUDIT CONCENTRATION
FACULTY OF ECONOMICS
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2017**

ABSTRAK

Sifa Fauziah, 2017: Pengaruh *Bankruptcy Risk*, *Firm Size* dan *Book-to-market* Perusahaan Terhadap *Subsequent Return*. Universitas Negeri Jakarta.

Pembimbing: (1) Yunika Murdayanti, SE., M.Si., M.Ak. (2) Diena Noviarini, SE, MMSi

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return*. Variabel dependen berupa *subsequent return* yang merupakan rata-rata return dalam setahun pada periode selanjutnya yang perhitungannya dimulai dari bulan juli sampai juni. Sedangkan untuk variabel independen berupa *bankruptcy risk* yang diukur dengan metode *Altman Z-score*, *firm size* yang diukur dengan *total assets* perusahaan, serta *book-to-market* yang merupakan perbandingan antara nilai buku ekuitas perusahaan dengan nilai pasar ekuitas perusahaan. Data yang digunakan berupa data sekunder dengan populasi perusahaan sub sektor *Property and Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2015. *Purposive sampling* digunakan sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 31 perusahaan sub sektor *Property and Real Estate*. Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linear berganda untuk menguji hipotesis dengan menggunakan SPSS 22.

Dari hasil analisis yang dilakukan dalam penelitian ini membuktikan bahwa *bankruptcy risk* dan *firm size* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *subsequent return*. Sedangkan *book-to-market* perusahaan secara parsial tidak berpengaruh terhadap *subsequent return*.

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

ABSTRACT

Sifa Fauziah, 2017: *Influence Bankruptcy Risk, Firm Size and Book-to-market Firms on Subsequent Return*. Universitas Negeri Jakarta.

Suervisors: (1) Yunika Murdayanti, SE., M.Si., M.Ak. (2) Diena Noviarini, SE, MMSi

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.

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Penanggung Jawab

Dekan Fakultas Ekonomi



Dr. Dedi Purwana, E.S., M.Bus
NIP. 19671207 199203 1 001

<u>Nama</u>	<u>Jabatan</u>	<u>Tanda Tangan</u>	<u>Tanggal</u>
<u>Dr. IGKA Ulupui, SE., M.Si., Ak., CA.</u> NIP. 19661213 199303 2 003	Ketua Penguji.		25/07/2017
<u>Tresno Eka Jaya, SE, M.Ak</u> NIP. 19741105 200604 1 001	Sekretaris		19/07/2017
<u>Susi Indriani, SE, M.Ak</u> NIP. 19760820 200912 2 001	Penguji Ahli		19/07/2017
<u>Yunika Murdayanti, SE, M.Si, M.Ak</u> NIP.19780621 200801 2 011	Pembimbing I		25/07/2017
<u>Diena Noviarini, SE,MMSi</u> NIP.19751115 200812 2 002	Pembimbing II		02/08/2017

Tanggal Lulus: 14 Juli 2017

PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan:

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun di Perguruan Tinggi Lain
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta

Jakarta, Juli 2017

Yang Membuat Pernyataan



Sifa Fauziah

NIM. 8335132477

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat serta karunia-Nya, sholawat serta salam kepada junjungan Nabi Muhammad SAW atas syafaatnya sehingga penyusunan skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik. Penyusunan skripsi ini diajukan untuk memenuhi persyaratan mendapat gelar Sarjana Ekonomi pada Jurusan Akuntansi di Universitas Negeri Jakarta.

Penulis menyadari bahwa dalam menyelesaikan skripsi ini tidak terlepas dari berbagai dukungan, bantuan, bimbingan, semangat serta doa dari seluruh orang-orang disekitar peneliti. Oleh sebab itu peneliti ucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Orang tua tercinta yaitu Abdul Kholid dan Nuriah serta Kak Maria Ulva, Abang Zami dan Kak Robiatul Adawiyah yang selalu memberikan semangat dan doa tulusnya;
2. Dr. Dedi Purwana E.S., M.Bus., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta;
3. Dr. I Gusti Ketut Agung Ulupui, SE., M.Si., Ak., selaku Koordinator Program Studi S1 Akuntansi FE UNJ.
4. Yunika Murdayanti, SE., M.Si., M.Ak. selaku Dosen Pembimbing I dan Diena Noviarini, SE, MMSi selaku Dosen Pembimbing II dalam penyusunan skripsi ini yang telah banyak meluangkan waktu dan tenaga serta memberikan ilmunya melalui berbagai kritik dan saran yang membangun;

5. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta yang juga telah memberikan ilmunya selama perkuliahan;
6. Seluruh Staf dan Karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta;
7. Lina Apriliana, Rahma Yunis, dan Shelly Anggraeni Putri yang selalu memberikan semangat dan doa yang tiada henti, yang selalu mengingatkan saat lupa dan salah, yang selalu berbagi baik suka maupun duka;
8. Tika, Anthy, Nina, Rusdah, Deani, Hasta, Ria, Dian, Nadia, Zatta, Desi, Pira, dan Maulida yang setia memberi semangat dan doa serta memberi canda tawa;
9. Seluruh kawan-kawan Akuntansi angkatan 2013 yang telah berjuang bersama dalam menyelesaikan skripsi, khususnya untuk S1 Akuntansi Reguler 2013;
10. Kak Amri Irawan, selaku peneliti terdahulu yang banyak memberikan masukan dalam penyusunan skripsi ini;
11. Untuk seluruh pihak yang turut membantu penyusunan skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu semoga Allah balas kebaikan kalian semua;

Peneliti menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangan karena keterbatasan pengetahuan dan kemampuan. Untuk itu kritik dan saran yang membangun sangat diharapkan. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi seluruh pembaca khususnya mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, Juli 2017

Sifa Fauziah

DAFTAR ISI

ABSTRAK	iii
LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI	iv
PERNYATAAN ORISINILITAS	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Identifikasi Masalah	9
C. Pembatasan Masalah	10
D. Perumusan Masalah	10
E. Kegunaan Penelitian	10
BAB II KAJIAN TEORITIK	12
A. Deskripsi Konseptual	12
2.1 <i>Grand Theory</i> (Teori Sinyal atau <i>Signalling Theory</i>)...	12
2.2 <i>Return</i>	13
2.3 Perusahaan <i>Property and Real Estate</i>	16
2.4 Risiko Investasi	18
2.5 Kebangkrutan	20

	2.6 Rasio Altman Z-Score	31
	2.7 <i>Firm Size</i>	32
	2.8 <i>Book-to-Market</i>	33
	B. Hasil Penelitian yang Relevan	34
	C. Kerangka Teoritik	40
	D. Perumusan Hipotesis Penelitian	45
BAB III	METODOLOGI PENELITIAN	46
	A. Tujuan Penelitian	46
	B. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian	46
	C. Metode Penelitian	47
	D. Populasi dan <i>Sampling</i> atau Jenis dan Sumber Data	47
	E. Teknik Pengumpulan Data atau Operasionalisasi	48
	F. Teknik Analisis Data	51
BAB IV	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	57
	A. Deskripsi data	57
	1. Hasil Pemilihan Sampel	57
	2. Analisis Deskriptif	58
	B. Pengujian Hipotesis	63
	1. Hasil Uji Asumsi Klasik	63
	2. Analisis Regresi Linear Berganda	66
	3. Hasil Uji Hipotesis	68
	C. Pembahasan	73
BAB V	KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN	81

A. Kesimpulan	81
B. Implikasi	82
C. Saran	84
DAFTAR PUSTAKA	85
LAMPIRAN	88
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	110

DAFTAR TABEL

Tabel II.1	<i>Literatur Review</i>	37
Tabel IV.1	Jumlah Populasi dan Sampel Penelitian	58
Tabel IV.2	Hasil Uji Deskriptif	59
Tabel IV.3	Perusahaan dengan <i>book-to-market</i> lebih dari 1.....	62
Tabel IV.4	Hasil Uji Normalitas	63
Tabel IV.5	Hasil Uji Multikolinieritas	64
Tabel IV.6	Hasil Uji Glejser	65
Tabel IV.7	Hasil Uji Autokorelasi <i>Durbin-Watson</i>	66
Tabel IV.8	Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	67
Tabel IV.9	Hasil Uji Parsial (Uji t)	69
Tabel IV.10	Hasil Uji Simultan (Uji F)	71
Tabel IV.11	Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	73
Tabel IV.12	Pembuktian Hipotesis 1	74
Tabel IV.13	Pembuktian Hipotesis 2	76
Tabel IV.14	Pembuktian Hipotesis 3	78

DAFTAR GAMBAR

Gambar II.1	Kerangka Konseptual	44
-------------	---------------------------	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Perusahaan <i>Property and Real Estate</i> listed BEI..	88
Lampiran 2	Daftar Perusahaan yang menjadi sampel penelitian	90
Lampiran 3	<i>Altman Z-score</i> (1997) untuk pengamatan tahun 2013 ..	91
Lampiran 4	<i>Altman Z-score</i> (1997) untuk pengamatan tahun 2014 ..	92
Lampiran 5	<i>Altman Z-score</i> (1997) untuk pengamatan tahun 2015 ..	93
Lampiran 6	<i>Firm Size</i> untuk pengamatan tahun 2013	94
Lampiran 7	<i>Firm Size</i> untuk pengamatan tahun 2014	95
Lampiran 8	<i>Firm Size</i> untuk pengamatan tahun 2015	96
Lampiran 9	<i>Book-to-Market</i> Pengamatan Tahun 2013	97
Lampiran 10	<i>Book-to-Market</i> Pengamatan Tahun 2014	98
Lampiran 11	<i>Book-to-Market</i> Pengamatan Tahun 2015	99
Lampiran 12	<i>Subsequent Return</i> Pengamatan Tahun 2013	100
Lampiran 13	<i>Subsequent Return</i> Pengamatan Tahun 2014	101
Lampiran 14	<i>Subsequent Return</i> Pengamatan Tahun 2015	102
Lampiran 15	Hasil Uji Statistik Deskriptif	103
Lampiran 16	Variabel Dalam Penelitian	104
Lampiran 17	Model <i>Summary</i>	105
Lampiran 18	Tabel ANOVA	106
Lampiran 19	Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	107
Lampiran 20	Hasil Uji Normalitas	108
Lampiran 21	Hasil Uji Heterokedastisitas dengan <i>Glejser</i>	109

BAB I

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. 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.

Dalam penelitian ini, peneliti ingin melihat adakah pengaruh dari *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan property and real estate. Utama dan Lumondang (2009) dalam penelitiannya membuktikan bahwa tidak ada pengaruh *bankruptcy risk*, *size* dan *book-to-market* terhadap *subsequent return*. Hal tersebut disebabkan pasar tidak menyerap informasi yang sesungguhnya dari perusahaan. Perusahaan yang terdeteksi akan mengalami kebangkrutan tentunya memiliki kinerja perusahaan yang buruk. Kinerja perusahaan yang buruk tentunya menggambarkan kondisi perusahaan yang jauh dari kata laba bahkan mungkin telah lama merugi dalam operasionalnya sehingga perusahaan tersebut bangkrut. Kerugian yang dialami tersebut menyebabkan perusahaan mengalami tekanan dalam keuangannya sehingga menjadikan perusahaan tersebut bangkrut. Risiko kebangkrutan perusahaan akan berdampak pada tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para investor. Perusahaan dengan *bankruptcy risk* yang tinggi maka investor akan

meminta risk premium yang positif karena menanggung risiko (Utama dan Lumondang, 2009).

Banyak perusahaan publik yang *delisting* karena mengalami kesulitan keuangan. Keadaan *delisting* suatu perusahaan publik menggambarkan keadaan perusahaan yang kurang baik. *Delisting* yang dilakukan dengan sukarela (*voluntary delisting*) maupun terpaksa (*involuntary delisting*) memiliki penyebab tersendiri. *Voluntary delisting* atau biasa disebut dengan *go private* dilakukan karena perusahaan yang berkeinginan untuk keluar dari bursa. Sedangkan *involuntary delisting* karena kegagalan persyaratan dari bursa. Kebangkrutan merupakan salah satu penyebab perusahaan di Indonesia ter-*delisting* di BEI (Safitri dan Fitantina, 2016).

Pada sektor *properti and real estate* sendiri terdapat perusahaan publik yang *delisting* dari Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2011 hingga 2017 diantaranya perusahaan New Century Development Tbk pada tahun 2011, Suryainti Permata Tbk pada tahun 2012, Panca Wirasakti Tbk pada tahun 2013, serta Citra Properti Tbk dan Ciputra Surya Tbk pada tahun 2017.

Salah satu perusahaan publik sektor *properti* yang *involuntary delisting* pada tahun 2012 karena mengalami permasalahan utang yakni PT Suryainti Permata Tbk (SIIP). Perdagangan saham SIIP sebelumnya dibekukan oleh BEI sejak tahun 2010. Akibat dari pembekuan perdagangan tersebut menyebabkan bisnis perusahaan tersendat. Suspensi saham SIIP di bursa berdampak signifikan terhadap kepercayaan perbankan kepada Perseroan. Perbankan tidak memberikan KPR kepada konsumen Perseroan, karena alasan Perseroan sedang disuspen.

Dengan kondisi tersebut maka pendapatan perseroan menurun dan berdampak pada denda dan beban administrasi pajak yang mengakibatkan rugi tahun berjalan perusahaan membengkak (Christina, 2012).

Menurut Edward I. Altman (Arini, 2013), dalam penelitiannya tersebut setelah menyeleksi 22 rasio keuangan, Altman menentukan lima rasio keuangan yang dapat digunakan untuk mendeteksi kebangkrutan perusahaan beberapa saat sebelum perusahaan tersebut bangkrut. Kelima rasio tersebut terdiri dari: modal kerja terhadap aktiva, laba ditahan terhadap total aktiva, laba sebelum bunga dan pajak terhadap aktiva, nilai pasar modal saham terhadap nilai buku hutang, dan penjualan terhadap aktiva. Analisis tersebut dikenal dengan analisis *Z-score* yang dapat memprediksi secara akurat tentang kinerja perusahaan, serta kemungkinan kondisi kesehatan keuangan di masa yang akan datang, apakah perusahaan mengalami kebangkrutan, rawan bangkrut, atau dalam keadaan sehat.

Rasio keuangan tersebut telah mengalami perombakan sebanyak tiga kali sehingga model yang dihasilkan diberi kode *Z-score*. Model Altman yang ketiga ini telah dilakukan pada perusahaan yang berada di negara berkembang, pada perusahaan publik dan non publik, pada berbagai jenis ukuran perusahaan, semua jenis perusahaan yang berbeda-beda pada semua industri. Juga telah diterapkan pula pada perusahaan nonmanufaktur. Keakuratan dari model ini 70% pada prediksi kebangkrutan perusahaan untuk dua tahun sebelumnya dan 95% untuk periode satu tahun sebelumnya (Rantelino, Anastasia, dan Memarista 2015).

Dichev (1998) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa suatu pengujian return diluar *window* satu tahun ke depan yang digunakan untuk semua tes

sebelumnya juga dapat memberikan bukti apakah hasil untuk perusahaan yang paling tertekan karena risiko atau *mispricing*. Jika perusahaan yang paling tertekan pada dasarnya kurang berisiko dan risiko sistematisnya relatif stabil, perusahaan akan diperkirakan akan terus memperoleh *return* yang lebih rendah daripada rata-rata *return* di masa depan. Selain itu, *return window* yang lebih panjang menawarkan bukti lebih lanjut mengenai apakah *return* perusahaan yang paling tertekan mungkin disebabkan pengkondisian yang tidak tepat atas informasi yang tidak tersedia pada saat pembentukan portofolio.

Informasi masa lalu lainnya yang tersedia pada saat pembentukan portofolio yang mungkin berpengaruh terhadap nilai *subsequent return* perusahaan yakni nilai saham perusahaan tersebut di pasar. Hampir semua perusahaan yang menguntungkan secara konsisten akan memiliki nilai pasar yang lebih besar dari nilai bukunya (Juan, 2013). Dengan nilai *book to market equity* suatu perusahaan akan menggambarkan nilai buku suatu saham terhadap nilai saham di pasar.

Perusahaan dengan nilai buku lebih rendah dari nilai pasarnya menunjukkan bahwa pasar memberikan nilai yang lebih tinggi kepada perusahaan oleh karena kekuatan pendapatannya dari aset perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa jika nilai buku suatu perusahaan lebih rendah dari nilai pasarnya, maka perusahaan memiliki potensi laba yang tinggi. Dengan laba yang tinggi tersebut, tentunya akan berdampak pada *return* yang akan diterima oleh investor, serta dapat terlihat pula bagaimana pengaruhnya terhadap *subsequent return*. Perusahaan dengan *book to market value* yang tinggi berarti saham perusahaan tersebut *undervalued*, pasar menilai prospek perusahaan buruk dan memiliki risiko termasuk *bankruptcy*

risk yang tinggi sehingga pasar mengharapkan *return* yang tinggi (Fama dan French, 1995).

Fama dan French (1993) mengkonfirmasi bahwa portofolio dibentuk dengan tujuan untuk menurunkan faktor risiko yang berhubungan dengan *size* dan *market-to book equity* sehingga secara substansial dapat menambahkan variasi *return* saham yang dijelaskan oleh portofolio pasar. Fama dan French (1995) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui apakah sifat harga saham dalam hubungannya dengan *size* dan *market-to-book equity* konsisten dengan sifat pendapatan. Sebagai langkah awal mereka meneliti apakah harga saham mencerminkan perbedaan dalam evolusi profitabilitas pada saat saham dikelompokkan menurut *size* dan *market-to book equity*. Hasilnya, seperti yang telah diprediksi oleh model *rational-pricing* sederhana, *market-to-book equity* tinggi menandakan pendapatan rendah pada *book equity*, demikian juga sebaliknya, *market-to-book equity* rendah menandakan pendapatan tinggi pada *book equity*. *Size* juga berhubungan dengan profitabilitas, namun hubungannya berbanding lurus. Saham-saham kecil cenderung untuk memiliki pendapatan rendah pada *book equity* dibandingkan dengan saham-saham besar.

Hal tersebut membuktikan bahwa *size* secara tidak langsung juga mampu mempengaruhi *return* ataupun *subsequent return* suatu perusahaan. Perusahaan dengan permodalan yang besar, cenderung memperoleh laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal tersebut dikarenakan kecukupan dana yang dimiliki perusahaan besar untuk mengembangkan operasional perusahaan yang berdampak langsung pada perolehan laba perusahaan yang juga akan

berdampak pada *return* maupun *subsequent return*. Fama dan French (1995) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* yang kecil memiliki *collateral* yang sedikit sehingga kemungkinan mengalami *default* besar dan pasar mengharapkan *return* yang tinggi,

Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Irawan (2015), menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan negatif *firm size* terhadap *subsequent return*. Dengan alasan investor yang berinvestasi merupakan investor jangka panjang dan tidak bertujuan spekulasi. Ketika nilai kapitalisasi (*size*) besar yang disebabkan saham yang naik, investor tidak langsung menjual sahamnya untuk mendaat *capital gain* dan sebaliknya jika nilai saham turun. Jika investor jangka pendek (*trading*) maka hal pertama yang dilihat dari perusahaan yaitu perusahaan yang memiliki kapitalisasi besar karena perusahaan besar sangat baik dalam pengelolaan keuangan. Dengan demikian, besar kecilnya nilai kapitalisasi pasar (*size*) akan dipengaruhi investor ketika berinvestasi pada perusahaan manufaktur (Irawan, 2015).

Adanya perbedaan hasil dari berbagai penelitian terdahulu tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *subsequent return* menjadi alasan bagi penulis untuk melakukan penelitian kembali dan menguji variabel-variabel yang dirasa memiliki pengaruh terhadap *subsequent return*. Penulis melakukan penelitian mengenai pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return*.

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 natural) *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 *property 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 *properti 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 *properti 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.

BAB II

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

2.2.1 Definisi

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. Return dihitung berdasarkan data historis, *return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur dari perusahaan. Return historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (*expected return*) dan risiko dimasa yang akan datang. 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.

Tingkat pengembalian dari suatu investasi dapat berbeda-beda karena asumsi-asumsi yang diberikan dalam konsep perhitungan hasil (*return*). Di samping itu setiap investor atau perusahaan juga memberikan arti yang berbeda-beda terhadap konsep tingkat hasil investasi, mungkin seorang investor atau perusahaan memberikan arti yang lebih besar atas nilai *cashflow* jangka pendek dibandingkan dengan nilai *cashflow* jangka panjang. Investor atau perusahaan lain lagi mungkin memberikan arti atau penekanan yang sama untuk *cashflow* yang diterima segera dan *cashflow* yang diterima kemudian (Muslich, 2007: 5).

2.2.2 Fungsi

Perhitungan *return* saham berfungsi untuk mengetahui tingkat pengembalian suatu saham yang dapat berupa keuntungan maupun kerugian yang akan diterima dimasa yang akan datang.

2.2.3 Proxy

Return saham terbagi menjadi dua (Darusman, 2012), yaitu berupa dividen dan *capital gain*. Dividen adalah bagian laba yang diberikan emiten kepada para pemegang sahamnya sedangkan *capital gain* adalah selisih antara harga beli dan harga jual sebuah saham di pasar sekunder.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{Dt}{Pt-1}$$

Dt merupakan persentase dari dividen yang dibagikan. $Pt-1$ adalah harga saham periode yang lalu.

$$\text{Capital Gain} = \frac{Pt-(Pt-1)}{Pt-1}$$

Pt adalah harga saham pada saat penutupan. Apabila Pt lebih tinggi nilainya daripada $Pt-1$ maka investor mendapatkan keuntungan (*gain*). Namun jika sebaliknya investor akan mengalami kerugian (*loss*). *Return* saham merupakan *return* total yang diperoleh dalam jangka waktu tertentu. *Return* total terdiri dari dividen ditambah *capital gain*.

$$\text{Return Total} = \text{Capital gain} + \text{Dividend yield}$$

Dari kedua rumus tersebut dapat dihitung *return* total dari suatu saham dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return Total} = \text{Return} = \frac{Pt-(Pt-1)}{Pt-1} + \frac{Dt}{Pt-1}$$

2.5.1 *Subsequent return*

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.

Dalam kajian yang dilakukan oleh Badan Kebijakan Fiskal memberikan hasil bahwa dalam lima tahun terakhir sektor konstruksi dan *real estate* di Indonesia mengalami pertumbuhan yang cukup baik walaupun dengan tren pertumbuhan melambat, searah dengan perlambatan pertumbuhan ekonomi nasional. Untuk sektor *real estate* pertumbuhan sudah terlihat mulai

membaik sejak triwulan III 2013. Kontribusi sektor konstruksi dan *real estate* terhadap PDB cenderung tetap pada kisaran 9,5 persen untuk konstruksi dan 3 persen untuk *real estate*. Sektor properti mampu menyerap tenaga kerja sebanyak 8,0 juta orang atau 6,62 persen dari seluruh total tenaga kerja yang mana sebanyak 7.7 juta (6.38 persen) bekerja di sektor konstruksi dan 294.392 orang (0.24 persen) di sektor *real estate*. Di negara-negara maju, sektor *real estate* peranannya lebih besar dibandingkan sektor konstruksi. Sedangkan di Indonesia, peran sektor *real estate* masih lebih kecil dibandingkan sektor konstruksi sehingga sektor *real estate* masih sangat terbuka untuk dikembangkan.

Dalam pengembangan sektor *property and real estate* di Indonesia, Bank Indonesia mengeluarkan regulasi yang melonggarkan pembatasan uang muka kredit kepemilikan rumah (KPR) dengan meningkatkan rasio *loan to value* (LTV) hingga 85%. Dengan peraturan tersebut, konsumen pembeli rumah dapat mengakses uang muka KPR 15%. Selanjutnya, pemerintah juga ikut serta dalam pengembangan sektor *property and real estate* di Indonesia diantaranya yaitu merevisi sejumlah aturan dan memberikan insentif fiskal, menetapkan penyederhanaan perizinan yang direalisasikan pemerintah melalui insruksi presiden (inpres) No. 3 tahun 2016 tentang Penyederhanaan Perizinan Pembangunan Perumahan, dan kebijakan pemerintah terkait kepemilikan *property* oleh warga negara asing dalam PP Nomor 103 Tahun 2015 tentang Kepemilikan Hunian oleh Orang Asing, khususnya terkait pengakuan terhadap Hak Pakai dan perpanjangan jangka waktu kepemilikan.

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.

Profesor Sharpe mendefinisikan risiko sistematis sebagai sebagian dari perubahan aktiva yang dapat dihubungkan kepada faktor umum. Risiko sistematis terkadang disebut juga risiko pasar atau risiko tidak dapat dibagi. Risiko sistematis merupakan tingkat minimum risiko yang dapat diperoleh bagi suatu portofolio melalui diversifikasi sejumlah besar aktiva yang dipilih secara acak. Risiko sistematis merupakan risiko yang berasal dari kondisi ekonomi dan kondisi pasar secara umum yang tidak dapat didiversifikasi.

Sharpe mendefinisikan sebagian dari perubahan aktiva yang dapat didiversifikasi sebagai risiko tidak sistematis. Risiko ini terkadang disebut juga risiko dapat didiversifikasi, risiko unik, risiko residual atau risiko khusus perusahaan. Risiko ini merupakan risiko yang unik bagi perusahaan seperti pemogokan kerja, tuntutan hukum atau bencana alam.

Dalam melaksanakan investasi, investor diharapkan memahami adanya beberapa risiko antara lain;

1) Risiko Finansial

Yaitu risiko yang diterima oleh investor akibat dari ketidakmampuan emiten saham/obligasi memenuhi kewajiban pembayaran dividen/ bunga serta pokok investasi.

2) Risiko Pasar

Yaitu risiko akibat menurunnya harga pasar substansial baik keseluruhan saham maupun saham tertentu akibat perubahan tingkat inflasi ekonomi, keuangan negara, perubahan manajemen perusahaan, atau kebijakan pemerintah

3) Risiko Psikologis

Yaitu risiko bagi investor yang bertindak secara emosional dalam menghadapi perubahan harga saham berdasarkan optimisme dan pesimisme yang dapat mengakibatkan kenaikan dan penurunan harga saham.

4) Risiko Likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kemampuan saham yang bersangkutan untuk dapat segera diperjualbelikan tanpa mengalami kerugian yang berarti

5) Risiko Tingkat Bunga

Merupakan risiko yang timbul akibat perubahan tingkat bunga yang berlaku dipasar biasanya risiko ini berjalan bellawanan dengan harga-harga instrumen pasar Modal.

6) Risiko Mata Uang

Merupakan risiko yang timbul akibat pengaruh perubahan nilai tukar mata uang Domestik (misalnya rupiah) terhadap mata uang negara lain (misalnya dolar Amerika Serikat)

7) Risiko Daya Beli

Merupakan risiko yang timbul akibat pengaruh perubahan tingkat inflasi. Perubahan ini akan menyebabkan berkurangnya daya beli uang yang diinvestasikan maupun bunga yang diperoleh dari investasi, sehingga nilai riil pendapatan menjadi lebih kecil.

2.5 Kebangkrutan

2.5.1 Definisi

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.

Menurut Weston and Copeland (1992) dalam Rantelino, Anastasia, dan Memarista (2015), kebangkrutan diartikan sebagai kegagalan perusahaan dalam menjalankan operasi perusahaan untuk menghasilkan laba. Kebangkrutan juga sering disebut likuidasi perusahaan atau penutupan perusahaan atau insolvabilitas. Kebangkrutan sebagai kegagalan didefinisikan dalam beberapa arti:

- 1) Kegagalan Ekonomi (*economic failure*) dalam arti ekonomi biasanya berarti bahwa perusahaan kehilangan uang atau pendapatan perusahaan tidak menutup biaya sendiri, hal ini berarti tingkat labanya lebih kecil dari biaya modal atau nilai sekarang dari arus kas perusahaan lebih kecil dari pada kewajiban. Kegagalan terjadi bila arus kas sebenarnya dari perusahaan tersebut jatuh dibawah arus kas yang diharapkan. Bahkan kegagalan dapat juga berarti bahwa tingkat pendapatan atas biaya historis dari investasinya lebih kecil daripada biaya modal perusahaan.
- 2) Kegagalan Keuangan (*financial failure*), bisa diartikan sebagai insolvensi yang membedakan antara arus kas dan dasar saham. Insolvensi atas dasar arus kas ada dua bentuk, yaitu :
 - a. Insolvensi teknis, perusahaan dapat dianggap gagal jika perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban pada saat jatuh tempo. Walaupun total aktiva melebihi total utang atau terjadi bila suatu perusahaan gagal memenuhi salah satu atau lebih kondisi dalam ketentuan utangnya seperti rasio aktiva lancar terhadap utang lancar yang telah ditetapkan atau rasio kekayaan bersih terhadap total aktiva yang disyaratkan.
 - b. Insolvensi dalam pengertian kebangkrutan, dalam penelitian ini kebangkrutan didefinisikan dalam ukuran sebagai kekayaan bersih negatif dalam neraca konvensional atau nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan lebih kecil dari kewajiban.

Dari berbagai macam pendapat para ahli, di atas, dapat disimpulkan bahwa kebangkrutan adalah suatu kondisi dimana suatu perusahaan tidak lagi

dapat menjalankan kegiatan operasional perusahaan sebagaimana mestinya dikarenakan kegagalan operasional perusahaan untuk memperoleh laba serta memenuhi kewajibannya yang telah jatuh tempo.

Menurut Jauch dan Glueck (2011:3) dalam Safitri dan Fitantina (2016) mengungkapkan faktor-faktor yang dapat menyebabkan terjadinya kebangkrutan pada perusahaan adalah:

1) Faktor Umum

- a. Faktor ekonomi, berasal dari gejala inflasi dan deflasi dalam harga barang dan jasa, kebijakan keuangan, suku bunga dan devaluasi atau revaluasi dengan mata uang asing serta neraca pembayaran, surplus atau defisit dalam hubungannya dengan perdagangan luar negeri.
- b. Faktor sosial, dimana yang sangat berpengaruh adalah adanya perubahan gaya hidup masyarakat yang mempengaruhi permintaan terhadap produk atau jasa ataupun yang berhubungan dengan karyawan. Faktor sosial yang lain yaitu kerusuhan atau kekacauan yang terjadi dimasyarakat.
- c. Faktor teknologi, dimana penggunaan teknologi memerlukan biaya pemeliharaan dan implementasi. Pembengkakan terjadi, jika penggunaan teknologi informasi tersebut kurang terencana oleh pihak manajemen, sistemnya tidak terpadu dan para manajer pengguna kurang profesional.
- d. Faktor pemerintah, dimana kebijakan pemerintah terhadap pencabutan subsidi pada perusahaan dan industri, pengenaan tarif ekspor dan impor barang berubah, kebijakan undang- undang baru bagi perbankan atau tenaga kerja dan lain-lain.

2) Faktor Eksternal

- a. Faktor pelanggan, dimana untuk menghindari kehilangan konsumen, perusahaan harus melakukan identifikasi terhadap sifat konsumen juga menciptakan peluang untuk mendapatkan konsumen baru, menghindari menurunnya hasil penjualan dan mencegah konsumen berpaling ke pesaing.
- b. Faktor pemasok/kreditor, dimana kekuatannya terletak pada pemberian pinjaman dan menetapkan jangka waktu pengembalian hutang yang tergantung pada kepercayaan kreditor terhadap kelikuiditan suatu perusahaan.
- c. Faktor pesaing, dimana merupakan hal yang harus diperhatikan karena menyangkut perbedaan pemberian pelayanan kepada konsumen.

Empat variabel yang menunjukkan perbedaan antara perusahaan yang bangkrut dengan yang tidak bangkrut adalah :

- 1) Tingkat *return (rate of return)*. Perusahaan yang bangkrut mempunyai tingkat return yang lebih rendah.
- 2) Penggunaan hutang. Perusahaan yang bangkrut menggunakan hutang yang lebih tinggi.
- 3) Perlindungan terhadap biaya tetap (*Fixed payment coverage*). Perusahaan yang bangkrut mempunyai perlindungan terhadap biaya tetap yang lebih kecil.

- 4) Fluktuasi *return* saham. Perusahaan yang bangkrut mempunyai rata-rata *return* yang lebih rendah dan mempunyai fluktuasi *return* saham yang lebih tinggi.

2.5.2 Fungsi

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.

2.5.3 Proxy

Untuk memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan dapat dilakukan dengan beberapa metode, diantaranya adalah sebagai berikut:

1) Model *Grover*

Model *Grover* merupakan model yang diciptakan dengan melakukan pendesainan dan penilaian ulang terhadap model *Altman Z-Score*. *Jeffrey S. Grover* menggunakan sampel sesuai dengan model *Altman Z-score* pada tahun 1968, dengan menambahkan tiga belas rasio keuangan baru. Sampel yang digunakan sebanyak 70 perusahaan dengan 35 perusahaan yang bangkrut dan 35 perusahaan yang tidak bangkrut pada tahun 1982 sampai 1996. *Jeffrey S. Grover* (2001) menghasilkan fungsi sebagai berikut:

$$\text{Score} = 1,650X1 + 3,404X3 - 0,016ROA + 0,057$$

Dimana :

$$X1 = \text{Working capital/Total assets}$$

$X3 = \text{Earnings before interest and taxes/Total assets}$

$ROA = \text{net income/total assets}$

Model *Grover* mengkategorikan perusahaan dalam keadaan bangkrut dengan skor kurang atau sama dengan -0,02 ($Z \leq -0,02$). Sedangkan nilai untuk perusahaan yang dikategorikan dalam keadaan tidak bangkrut adalah lebih atau sama dengan 0,01 ($Z \geq 0,01$).

2) Model *Springate*

Penelitian yang dilakukan oleh *Gordon L.V Springate* (1978) menghasilkan model prediksi kebangkrutan yang dibuat dengan mengikuti prosedur model *Altman*. Model prediksi kebangkrutan yang dikenal sebagai model *Springate* ini menggunakan 4 rasio keuangan yang dipilih berdasarkan 19 rasio-rasio keuangan dalam berbagai literatur. Model ini memiliki rumus sebagai berikut:

$$Z = 1,03 A + 3,07 B + 0,66 C + 0,4 D$$

Dimana:

$A = \text{Working Capital/Total Asset}$

$B = \text{Net Profit before Interest and Taxes/Total Asset}$

$C = \text{Net Profit before Taxes/Current Liabilities}$

$D = \text{Sales / Total Asset}$

Model *Springate* ini mengklasifikasikan perusahaan dengan skor $Z > 0,862$ merupakan perusahaan yang tidak berpotensi bangkrut, begitu juga sebaliknya jika perusahaan memiliki skor $Z < 0,862$ diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak sehat dan berpotensi untuk bangkrut.

3) Model *Zmijewski*

Model prediksi yang dihasilkan oleh *Zmijewski* pada tahun 1983 merupakan hasil riset selama 20 tahun yang ditelaah ulang. Model ini menghasilkan rumus sebagai berikut:

$$X = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 - 0,004X_3$$

Dimana :

$X_1 = ROA$ (*Return on Asset*)

$X_2 = Leverage$ (*Debt Ratio*)

$X_3 = Likuiditas$ (*Current Ratio*)

Jika skor yang diperoleh sebuah perusahaan dari model prediksi kebangkrutan ini melebihi 0 maka perusahaan diprediksi berpotensi mengalami kebangkrutan. Sebaliknya, jika sebuah perusahaan memiliki skor yang kurang dari 0 maka perusahaan diprediksi tidak berpotensi untuk mengalami kebangkrutan.

4) Metode *Altman Z-score*

Pada tahun 1968, analisis diskriminan terhadap rasio-rasio keuangan dikembangkan oleh *Edward I. Altman* seorang *professor of finance* dari *New York University School of Business* menyempurnakan fungsi rasio-rasio keuangan yang ada dan menyusun suatu fungsi atau model untuk memprediksi default atau kebangkrutan (Sarwani dan Rasidah, 2008). *Altman* melakukan penelitian dengan menggunakan *multivariate model* yang memanfaatkan 5 rasio keuangan yang dianggap paling memberikan kontribusi terhadap prediksi kebangkrutan suatu perusahaan.

Model Altman dikenal dengan model *Z-score*, karena pada dasarnya model prediksi ini adalah menghitung jumlah total nilai *Z* dari hasil penjumlahan 5 variabel, dimana masing-masing variabel dikalikan konstanta (bobot) yang telah ditentukan sebelumnya. Nilai yang didapat dari hasil perhitungan, kemudian disesuaikan dengan indeks (*cut off*) yang telah ditentukan untuk menentukan klasifikasi dari perusahaan tersebut. *Z-score* adalah skor yang ditentukan dari hitungan standar kali nisbah-nisbah keuangan yang akan menunjukkan tingkat kemungkinan kebangkrutan perusahaan (Harianto dan Sudomo, 1998:371 dalam Kriesnawati dan Kusumawati, 2003)

Tujuan dari menghitung nilai *Z* adalah untuk memperingatkan adanya problem keuangan yang membutuhkan perhatian serius dan pengarahannya. Bila nilai *Z* lebih rendah dari yang diharapkan, maka kita dapat memulai memeriksa apa yang menjadi penyebabnya. Hal yang menarik dari *Z-score* adalah keandalannya sebagai alat analisis sebagai alat analisis tanpa memperhatikan ukuran perusahaan. Meskipun misalnya perusahaan sangat makmur. Namun, bila *Z-score* mulai turun dengan tajam, lonceng peringatan harus berdering. Atau apabila perusahaan baru saja *survive*, *Z-score* bisa digunakan untuk digunakan untuk mengevaluasi dampak yang telah diperhitungkan dari perubahan upaya manajemen perusahaan (Agnes Sawir:2003 dalam Sarwani dan Rasidah, 2008).

Menurut *Altman* (2000) Sarwani dan Rasidah (2008) ketepatan dan keakuratan model ini telah diuji beberapa kali dan secara umum menunjukkan

hasil yang relatif dapat dipercaya untuk memprediksi kegagalan perusahaan dalam jangka waktu kurang dari 5 tahun. Dalam penelitiannya, Altman membuktikan bahwa model yang diciptakannya ini dapat memprediksi kebangkrutan dengan tingkat keakuratan 95% untuk periode 1 tahun sebelum bangkrut, 72% untuk periode 2 tahun sebelum bangkrut, 48% untuk periode 3 tahun sebelum bangkrut, 29% untuk periode 4 tahun sebelum bangkrut dan 36% untuk periode 5 tahun sebelum bangkrut.

Namun demikian, *Z-score* bukanlah model analisis keuangan yang sempurna dan harus dihitung serta ditafsirkan secara hati-hati. Hal-hal yang dapat menyebabkan hasil *Z-score* memberikan indikasi yang salah, antara lain (Rantelino, Anastasia, dan Memarista 2015):

1. Nilai *Z-score* bisa direkayasa keuangan lainnya. *Z-score* akan efektif jika data yang dimasukkan dalam formula adalah data yang benar.
2. Formula *Z-score* kurang tepat untuk perusahaan baru yang labanya masih rendah atau bahkan masih merugi. Nilai *Z-score* biasanya rendah.
3. Perhitungan *Z-score* secara triwulanan pada suatu perusahaan dapat memberikan hasil yang tidak konsisten jika perusahaan tersebut mempunyai kebijakan untuk menghapus piutang di akhir tahun secara sekaligus.

Menurut Mohamad Muslich (2007: 59), Altman memperoleh model prediksi *Multiple Discriminant Analysis* yang dapat dinyatakan sebagai:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,99X_5$$

Dimana:

$$X1 = \text{Working Capital/Total Assets}$$

$$X2 = \text{RE/Total Assets}$$

$$X3 = \text{EBIT/Total Assets}$$

$$X4 = \text{Market Value of Equity/Book Value of Total Debt}$$

$$X5 = \text{Sales/Total Assets}$$

$$Z = \text{Overall Index}$$

Persentase rasio 1 sampai dengan ke 4 dihitung dengan persentase penuh, sedang untuk rasio ke 5 dihitung dengan persentase normal. Kriteria yang digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan dengan model Z-Score (1968) ini adalah:

- 1) Jika perusahaan dianalisis dan memperoleh nilai indeks $Z < 1,81$ maka perusahaan diprediksi akan bangkrut.
- 2) Jika perusahaan memperoleh nilai indeks $Z > 2,90$ maka perusahaan diprediksi tidak akan bangkrut.

Rumus dan perhitungan *Altman Z-score* diatas adalah untuk perusahaan manufaktur. Altman menilai bahwa tidak semua sektor usaha memiliki kriteria perhitungan financial distress yang sama, altman membedakan rumus *Altman Z-score* untuk klasifikasi perusahaan pribadi dan perusahaan non manufaktur. Rumus *Altman* untuk perusahaan pribadi berbeda karena perusahaan pribadi tidak memiliki *market of value equity*, maka pada bagian rasio X4 untuk perusahaan pribadi diganti menjadi nilai buku ekuitas terhadap kewajiban. rumusnya adalah sebagai berikut:

$$Z = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,420X4 + 0,999X5$$

Klasifikasi *Altman Z-score* (1984) untuk perusahaan pribadi adalah sebagai berikut:

- 1) $Z > 2,90$ artinya perusahaan dianggap aman, bagus dan terhidar dari risiko kebangkrutan.
- 2) $1,23 \leq Z\text{-score} < 2,90$ maka terdapat kondisi keuangan perusahaan yang membutuhkan perhatian khusus.
- 3) $Z < 1,23$ artinya perusahaan berpotensi tinggi mengalami kebangkrutan.

Sedangkan untuk perusahaan non manufaktur, rumus *Altman Z-score* (1997) dimodifikasi menjadi 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.

Dalam penelitian ini, metode yang digunakan untuk mengukur risiko kebangkrutan perusahaan adalah metode *Altman Z-Score* tahun 1997 yang mengukur kebangkrutan untuk perusahaan non manufaktur. Metode ini

dianggap tepat untuk mengukur perusahaan *property* yang merupakan perusahaan sektor jasa.

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*

2.7.1 Definisi

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).

2.7.2 Fungsi

Untuk menentukan kategori perusahaan besar, kecil atau medium, hasil perkalian tersebut (*firm size*) akan diperoleh nilai median. Nilai di atas median dikategorikan sebagai perusahaan dengan ukuran besar (*big size*) sedangkan nilai di bawah median dikategorikan perusahaan dengan ukuran kecil (*small size*) (Sutarso. Kurniasih, dan Haningsih Lina : 2016).

2.7.3 Proxy

Untuk menilai ukuran perusahaan dapat dilakukan dengan perhitungan Log *Total Assets* atau dengan *market capitalization*, harga saham dikalikan jumlah saham yang beredar.

2.8 *Book-to-market*

2.8.1 Definisi

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. Beberapa alasan investor menggunakan *book to market ratio* di dalam menganalisis investasi antara lain :

- 1) *Book value* memberikan pengukuran yang relatif stabil, untuk dibandingkan dengan *market price*.
- 2) Karena standar akuntansi yang hampir sama pada setiap perusahaan, *book to market ratio* bisa dikomparasikan dengan perusahaan lain yang berada pada satu sektor, untuk mengetahui apakah perusahaan tersebut masih *undervalue* atau sudah *overvalue*.
- 3) Perusahaan dengan *earnings* negatif, sehingga tidak bisa dinilai dengan *earning price ratio* dan bisa dinilai dengan *book to market ratio*.

2.8.2 Fungsi

Untuk mengukur nilai saham suatu perusahaan bagi investor dan menjadi bahan pertimbangan investor untuk mengambil keputusan untuk

menjual atau membeli saham tersebut. Apabila nilai buku perusahaan lebih kecil dari harga pasar per lembar saham maka terjadi *overprice* dan saatnya untuk menjual, sedangkan jika nilai buku perusahaan lebih tinggi dari harga pasar perlembar saham maka terjadi *undervalued* dan saatnya untuk dibeli.

2.8.3 Proxy

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*.

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

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.

Penelitian-penelitian yang telah dipaparkan diatas secara lebih ringkas dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel II.1
Literatur review

No .	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Cynthia Afriani Utama, Astari Lumondang (2009)	PENGARUH <i>BANKRUPTCY RISK, SIZE</i> DAN <i>BOOK-TO-MARKET</i> PERUSAHAAN TERHADAP IMBAL HASIL	Variabel dependen: Model I <i>Bankruptcy risk</i> Model II <i>Subsequent return</i> Variablel independen: Model I <i>size</i> dan <i>book-to-market</i> Model II <i>bankruptcy risk, size, dan book-to-market</i>	<i>Size</i> berpengaruh positif terhadap <i>Z-score</i> B/M berpengaruh positif terhadap <i>O-score</i> <i>Bankruptcy risk, size, dan book-to-market</i> tidak berpengaruh terhadap imbal hasil
2	Amri Irawan (2015)	PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, <i>BOOK TO MARKET</i> , BETA, <i>EARNING</i> DAN	Variabel Dependen: Model I <i>Z-score</i> Model II <i>subsequent return</i> saham	Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap <i>ZScore</i> . <i>Book to market, beta, dan earnings</i> berpengaruh terhadap <i>ZScore</i> Ukuran perusahaan, <i>Book to market, beta, dan</i>

No .	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
		<i>FINANCIAL DISTRESS TERHADAP SUBSEQUENT RETURN SAHAM</i>	<p>Variabel Independen: Model I Ukuran Perusahaan, <i>Book to Market, Beta, Earning</i></p> <p>Model II Ukuran Perusahaan, <i>Book to Market, Beta, Earning</i> dan <i>Financial Distress</i></p>	<p>earnings secara simultan memiliki pengaruh terhadap <i>ZScore</i></p> <p><i>ZScore</i> dan <i>book to market</i> tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham</p> <p>Ukuran perusahaan, <i>beta</i>, dan <i>earning</i> berpengaruh terhadap <i>return</i> saham</p> <p><i>ZScore, Size, Book to market, beta</i>, dan <i>earnings</i> secara simultan memiliki pengaruh terhadap <i>return</i> saham</p>
3	Hadi Ismanto (2011)	ANALISIS PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, <i>BOOK-TO-MARKET VALUE</i> DAN <i>BETA</i> TERHADAP <i>RETURN SAHAM</i> DI BEI	<p>Variabel Dependen: <i>Return Saham</i></p> <p>Variabel Independen: <i>beta</i>, ukuran perusahaan, dan <i>book-to-market</i>.</p>	<p><i>Beta</i> secara individu mempengaruhi <i>return</i> saham dalam semua portofolio yang dibentuk. <i>Beta</i> dan <i>size</i> secara individu mempengaruhi <i>return</i> saham untuk kategori saham kapitalisasi besar dengan <i>book-to-market</i> rendah, kapitalisasi besar dengan <i>book-to-market</i> tinggi. <i>Beta, size</i> dan <i>book-to-market value</i> secara bersama-sama tidak mempengaruhi <i>return</i> saham pada semua bentuk portofolio.</p>
4	Sutarso, Augustina Kurniasih dan Luna Haningsih (2016)	ANALISIS PENGARUH MULTIFAKTOR TERHADAP <i>RETURN SAHAM</i> DI INDONESIA	<p>Variabel Dependen: <i>Return Saham</i></p> <p>Variabel Independen: <i>Market</i></p>	<p><i>Market factor</i>, ukuran perusahaan, <i>BE/ME</i> rasio, dan <i>sharia factor</i> secara simultan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham</p> <p><i>Market factor</i> secara</p>

No .	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
			<p><i>factor</i>, ukuran perusahaan, BE/ME rasio, dan <i>sharia factor</i>.</p>	<p>parsial berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham.</p> <p>Ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif signifikan <i>return</i> portofolio saham yang terdiri dari perusahaan dengan ukuran kecil dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan besar.</p> <p>BE/ME rasio secara parsial berpengaruh positif signifikan <i>return</i> portofolio saham yang terdiri dari perusahaan dengan BE/ME tinggi dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan dengan BE/ME rendah.</p> <p><i>Sharia factor</i> secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> portofolio saham yang terdiri dari perusahaan syariah dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan non syariah.</p>
5	Ni Kadek Raningsih, I Made Pande Dwiana Putra (2015)	PENGARUH RASIO-RASIO KEUANGAN DAN UKURAN PERUSAHAAN PADA <i>RETURN</i>	<p>Variabel Dependen: Return Saham</p> <p>Variabel independen: rasio</p>	<p>Rasio profitabilitas dan <i>leverage</i> berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham.</p> <p>Rasio likuiditas berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> saham</p>

No .	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
		SAHAM	profitabilitas, <i>leverage</i> , likuiditas, aktivitas, dan ukuran perusahaan.	Rasio aktivitas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap return saham.
6	Vivi Seftya Ningsih	PENGARUH <i>PRICE EARNING RATIO, DIVIDEND YIELD, BOOK TO MARKET RATIO</i> DAN <i>AUDIT QUALITY</i> TERHADAP <i>RETURN SAHAM</i>	Variabel Dependen: <i>Return saham</i> Variabel Independen: <i>Price Earning Ratio, Dividend Yield, Book To Market Ratio Dan Audit Quality</i>	<i>Price Earning Ratio, Dividend Yield, Book To Market Ratio</i> Dan <i>Audit Quality</i> baik secara parsial maupun simultan berpengaruh terhadap <i>return saham</i>
7	EUGENE F. FAMA, KENNETH R. FRENCH (1995)	<i>Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns</i>	Variabel Dependen: <i>Earnings and Returns</i> Variabel Independen: <i>Size, Book to Market</i>	<i>Size</i> dan <i>book to market</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>earnings</i> dan <i>returns</i>

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 *mispricing* di pasar modal. *Mispricing* 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*

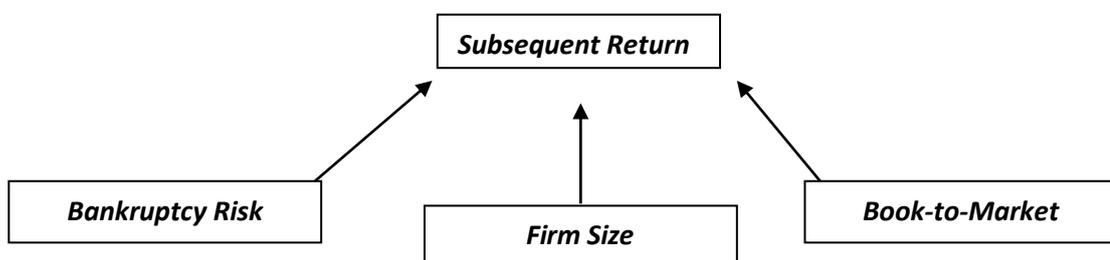
Book to market ratio merupakan rasio yang mencerminkan nilai pasar suatu saham. Rasio ini sangat populer dikalangan investor karena secara sederhana dapat menjelaskan apakah perusahaan dinilai *undervalue*. *Book to market ratio* yang tinggi berarti adanya kewajiban perusahaan yang masih belum dibayarkan. 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:



Gambar II.1
Kerangka Konseptual

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*

BAB III

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. Dokumentasi dilakukan dengan mengumpulkan data yang berkaitan dengan variabel penelitian meliputi data *bankruptcy risk*, *market capitalization*, *book value equity*, dan *subsequent return*. Data tersebut diperoleh dari website resmi Bursa Efek Indonesia yang dipublikasikan serta sumber-sumber lainnya.

D. Populasi dan Sampling atau Jenis dan Sumber Data

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan sub sektor *properti 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 *properti and real estate* yang sahamnya telah terdaftar di BEI sebelum 01 Januari 2013.
2. Perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang sahamnya tidak terbagi menjadi seri A dan B.

3. Perusahaan publik sub sektor *properti 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.

Haris Munandar (1998:372) dalam Sarwani dan Rasidah (2008), mengartikan insolvibilitas dalam kebangkrutan adalah passiva perusahaan yang lebih besar daripada asset, dengan anggapan asset itu dihitung dengan benar, ini berarti saldo modal bersihnya perusahaan itu negatif atau minus, tanpa mempersoalkan likuiditas aset-asetnya perusahaan itu jelas tidak memenuhi kewajiban finansialnya yang telah jatuh tempo.

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:

$X1 = \text{Working Capital/Total Assets}$

$X2 = \text{RE/Total Assets}$

$$X3 = EBIT/Total\ Assets$$

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

$$Z = Overall\ Index$$

Klasifikasi *Altman Z-score* untuk perusahaan non manufaktur dalam 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):

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

$$\text{Book Value of Equity} = \text{Total Asset} - \text{Total Liabilities}$$

$$\text{Market Value of Equity} = \text{Market Capitalization}$$

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	: <i>Subsequent Return</i>
α	: Konstanta
BANKRUPTCY	: <i>Bankruptcy Risk (Altman Zscore)</i>
SIZE	: <i>Firm Size</i>
BE/ME	: <i>Book-to-market</i>
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*. Untuk mempermudah dalam melakukan penghitungan secara statistik, maka analisis yang dilakukan dalam penelitian ini akan diolah dengan bantuan *software* statistik SPSS. 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).

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independen*). Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas (*independen*). 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 pada prinsipnya ingin menguji apakah sebuah grup (data kategori) mempunyai varians residual yang sama di antara grup anggota tersebut. Apabila varians residualnya sama, maka tidak terjadi heterokedastisitas (Mar'ati 2013).

Uji ini 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 heteroskedastisitas dengan cara meregresi absolut 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 variansi 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, yaitu pengaruh masing-masing variabel independen (bebas) yang terdiri dari *bankruptcy risk* (X1), *firm size* (X2), dan *book-to-market* (X3) terhadap variabel dependen yaitu *subsequent return* (Y). 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.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data

1. Hasil Pemilihan Sampel

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti dan mengetahui pengaruh variabel independen yang terdiri dari *bankruptcy risk*, *firm size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap variabel dependen yakni *subsequent return*. Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2015. Data diperoleh dari situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id. Data sekunder lainnya yakni berupa harga saham masing-masing perusahaan yang bersumber dari situs www.duniainvestasi.com. Dalam penelitian ini, model pengambilan sampel dari populasi menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu cara pengambilan sampel dari populasi berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel 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

Dari kriteria tersebut, 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 operasional perusahaannya.

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 multikolinieritas 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 periodde 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:

- a. Konstanta (α) sebesar 1.970 menjelaskan bahwa jika semua variabel independen bernilai konstan, maka nilai *subsequent return* perusahaan akan mengalami kenaikan sebesar 1.970;

- b. 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.
- c. 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
	FIRM_SIZE	-.059	.025	-.261	-2.347	.021	.832
	BOOK_TO_MARKET	-.037	.034	-.119	-1.069	.288	.823

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 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 0.009. 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. Secara sederhana koefisien determinasi dapat dihitung dengan mengkuadratkan Koefisien Korelasi (R). 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 penelitian 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 Reality 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 (*mispicing*). 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).

BAB V

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

3. 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.
4. *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*.
5. *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 *mispicing* pada harga saham suatu perusahaan. Sebagian investor telah melakukan transaksi saham yang tidak rasional atas setiap informasi yang masuk ke bursa. Sehingga menimbulkan *mispicing* 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>
- Belajarinvestasi.my.id. *Pengertian Return Saham*. Dipetik Maret 17, 2017, dari <http://belajarinvestasi.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.

LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan *Property and Real Estate* listed BEI

No	Kode Saham	Nama Emiten	Tanggal IPO
1	APLN	Agung Podomoro Land Tbk	11-Nov-10
2	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	18-Dec-07
3	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	14-Jan-08
4	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	22-Dec-09
5	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	10-Apr-12
6	BIKA	Binakarya Jaya Abadi Tbk	14-Jul-15
7	BIPP	Bhuawanatala Indah Permai Tbk	23-Oct-95
8	BKDP	Bukit Dharmo Property Tbk	15-Jun-07
9	BKSL	Sentul City Tbk	28-Jul-97
10	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	6-Jun-08
11	COWL	CowellDevelopment Tbk	19-Dec-07
12	CTRA	Ciputra Development Tbk	28-Mar-94
13	DART	Duta Anggada Realty Tbk	8-May-90
14	DILD	Intiland Development Tbk	4-Sep-91
15	DMAS	Puradelta LestariTbk	29-May-15
16	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2-Nov-94
17	ELTY	Bakrieland Development Tbk	30-Oct-95
18	EMDE	Megapolitan Development Tbk	12-Jan-11
19	FMII	Fortune Mate Indonesia Tbk	30-Jun-00
20	GAMA	Gading Development Tbk	11-Jul-12
21	GMTD	Goa Makassar Tourism Development Tbk	11-Dec-00
22	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk	10-Oct-07
23	GWSA	Greenwood Sejahtera Tbk	23-Dec-11
24	JRPT	Jaya Real Property Tbk	29-Jun-94
25	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	10-Jan-95
26	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk	18-Jul-01
27	LCGP	Eureka Prima Jakarta Tbk	13-Jul-07
28	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	24-Jul-97
29	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	28-Jun-96
30	MDLN	Modernland Realty Tbk	18-Jan-93
31	MKPI	Mertopolitan Kentjana Tbk	10-Jul-09
32	MMLP	Mega Manunggal Porperty Tbk	12-Jun-15
33	MTLA	Metropolitan Land Tbk	20-Jun-11
34	MTSM	Metro Realty Tbk	8-Jan-92

35	NIRO	Nirvana Development Tbk	13-Sep-12
36	O.MRE	Indonesia Prima Property Tbk	22-Aug-94
37	PPRO	PP PropertyTbk	19-May-15
38	PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk	15-Jun-92
39	PUDP	Pudjiati Prestige Tbk	18-Nov-94
40	PWON	Pakuwon Jati Tbk	9-Oct-89
41	RBMS	Rista Bintang Mahkota Sejati Tbk	19-Dec-97
42	RDTX	Roda Vivatex Tbk	14-May-90
43	RODA	Pikko Land Development Tbk	22-Oct-01
44	SCBD	Dadanayasa Aarthatama Tbk	31-Dec-99
45	SMDM	Suryamas Dutamakmur Tbk	12-Oct-95
46	SMRA	Summarecon Agung Tbk	7-May-90
47	TARA	Sitara Propertindo Tbk	11-Jul-14

Sumber: website: www.sahamok.com; Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 2 Daftar Perusahaan yang menjadi sampel penelitian

No	Kode Saham	Nama Emiten
1	APLN	Agung Podomoro Land Tbk
2	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk
3	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk
4	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk
5	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk
6	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk
7	COWL	CowellDevelopment Tbk
8	CTRA	Ciputra Development Tbk
9	DART	Duta Anggada Realty Tbk
10	DILD	Intiland Development Tbk
11	DUTI	Duta Pertiwi Tbk
12	EMDE	Megapolitan Development Tbk
13	GAMA	Gading Development Tbk
14	GMTD	Goa Makassar Tourism Development Tbk
15	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk
16	GWSA	Greenwood Sejahtera Tbk
17	JRPT	Jaya Real Property Tbk
18	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk
19	LPCK	Lippo Cikarang Tbk
20	LPKR	Lippo Karawaci Tbk
21	MKPI	Mertopolitan Kentjana Tbk
22	MTLA	Metropolitan Land Tbk
23	MTSM	Metro Realty Tbk
24	NIRO	Nirvana Development Tbk
25	PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk
26	PWON	Pakuwon Jati Tbk
27	RDTX	Roda Vivatex Tbk
28	RODA	Pikko Land Development Tbk
29	SCBD	Dadanayasa Aarthatama Tbk
30	SMDM	Suryamas Dutamakmur Tbk
31	SMRA	Summarecon Agung Tbk

Sumber: website: www.sahamok.com; Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 3 *Altman Z-score* (1997) untuk pengamatan tahun 2013

NO	EMITEN	2013				
		X1	X2	X3	X4	ZSCORE
1	APLN	0.179798	0.115881	0.119659	0.353542	2.732572
2	ASRI	-0.06366	0.182984	0.127351	0.928867	2.010005
3	BAPA	0.503176	0.195322	0.138365	0.525378	5.419045
4	BCIP	-0.18118	0.174116	0.183934	3.144648	3.916981
5	BEST	0.216567	0.391691	0.281436	4.850203	9.681557
6	BSDE	0.32764	0.237854	0.184556	2.464941	6.753127
7	COWL	-0.05519	0.099957	0.100754	3.003266	3.794281
8	CTRA	0.125475	0.085221	0.126597	1.09904	3.105658
9	DART	0.107439	0.189592	0.085728	0.759008	2.69592
10	DILD	-0.04716	0.066731	0.09379	0.951848	1.537905
11	DUTI	0.239891	0.392693	0.155693	5.795234	9.98512
12	EMDE	0.259689	0.069085	0.122804	0.977021	3.779892
13	GAMA	0.16899	0.026607	0.034782	3.575494	5.183318
14	GMTD	0.008265	0.206552	0.113543	0.931827	2.469009
15	GPRA	0.619169	0.195129	0.226661	1.214482	7.496238
16	GWSA	0.39319	0.369992	0.029508	4.942808	9.17375
17	JRPT	-0.14749	0.331888	0.128588	3.161346	4.297969
18	LAMI	0.179049	0.247932	0.128939	0.802011	3.691403
19	LPCK	0.312572	0.37145	0.192705	1.667256	6.306995
20	LPKR	0.612503	0.151706	0.097336	1.226476	6.454477
21	MKPI	-0.1217	0.688364	0.196184	9.790001	13.04357
22	MTLA	0.289537	0.254054	0.165019	2.664067	6.633774
23	MTSM	0.758435	0.218818	0.12745	10.32699	17.38848
24	NIRO	0.122562	0.010742	0.039977	4.324265	5.64815
25	PLIN	0.019264	0.335517	0.198372	3.465082	6.191553
26	PWON	0.092539	0.248452	0.189812	2.502647	5.320323
27	RDTX	-0.16498	0.650363	0.161721	3.273031	5.561381
28	RODA	0.181738	0.133048	0.107222	5.939807	8.583268
29	SCBD	0.229807	0.25882	0.428785	7.145672	12.73568
30	SMDM	0.184966	0.024288	0.043332	1.124766	2.764745
31	SMRA	0.103499	0.216939	0.157441	1.250117	3.7568

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 4 *Altman Z-score* (1997) untuk pengamatan tahun 2014

NO	EMITEN	2014				
		X1	X2	X3	X4	ZSCORE
1	APLN	0.209387	0.127182	0.112084	0.451138	3.015092
2	ASRI	0.022747	0.21271	0.136296	1.042688	2.853385
3	BAPA	0.487655	0.234717	0.155253	0.431829	5.460913
4	BCIP	-0.33915	0.165268	0.176983	3.237365	2.902508
5	BEST	0.198822	0.461318	0.158747	8.76323	13.07634
6	BSDE	0.223722	0.316828	0.146847	3.432374	7.09128
7	COWL	-0.00349	0.097708	0.090559	1.304189	2.273561
8	CTRA	0.157667	0.118152	0.143178	1.598137	4.059672
9	DART	0.080581	0.239372	0.131932	1.143887	3.39663
10	DILD	0.074274	0.094312	0.110359	1.485827	3.096424
11	DUTI	0.328222	0.438663	0.14419	5.083638	9.889953
12	EMDE	0.206313	0.092993	0.144402	0.796714	3.463502
13	GAMA	0.200635	0.058699	0.052787	1.710577	3.658361
14	GMTD	0.363819	0.253751	0.12326	0.721915	4.800201
15	GPRA	0.487898	0.224685	0.186196	2.037117	7.323288
16	GWSA	0.276907	0.403387	0.056131	4.225706	7.945748
17	JRPT	-0.11131	0.387509	0.157352	4.106444	5.90228
18	LAMI	0.18941	0.293846	0.133872	1.362135	4.530329
19	LPCK	0.494607	0.528038	0.245253	4.418064	11.25309
20	LPKR	0.641857	0.184733	0.142934	1.170247	7.002088
21	MKPI	-0.14042	0.509063	0.148605	6.73377	8.807453
22	MTLA	0.337037	0.288796	0.199484	2.754233	7.384915
23	MTSM	0.748345	0.220713	0.023338	14.80817	21.33408
24	NIRO	0.015231	-0.0253	0.029514	2.585735	2.930773
25	PLIN	0.116659	0.349531	0.208609	8.539867	12.27346
26	PWON	0.095037	0.274821	0.128678	2.922144	5.452327
27	RDTX	-0.012	0.737702	0.169556	4.838401	8.545935
28	RODA	0.204107	0.258197	0.095651	6.532049	9.68209
29	SCBD	0.111254	0.26512	0.127916	4.098254	6.756882
30	SMDM	0.149535	0.034775	0.057914	0.623772	2.138457
31	SMRA	0.095784	0.262017	0.181284	2.336111	5.153663

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 5 *Altman Z-score* (1997) untuk pengamatan tahun 2015

NO	EMITEN	2015				
		X1	X2	X3	X4	ZSCORE
1	APLN	0.111582	0.15553	0.125855	0.442146	2.549004
2	ASRI	-0.05607	0.216136	0.109424	0.556661	1.656608
3	BAPA	0.265216	0.242138	0.093277	0.442296	3.620416
4	BCIP	tidak mempublikasikan laporan keuangan				
5	BEST	0.242726	0.405293	0.14167	1.784785	5.739581
6	BSDE	0.295461	0.297807	0.128755	2.487821	6.386522
7	COWL	-0.02607	0.052514	0.107835	1.235071	2.021625
8	CTRA	0.17255	0.142667	0.141999	1.694573	4.330558
9	DART	-0.04335	0.244917	0.07349	0.570801	1.607236
10	DILD	-0.035	0.110939	0.101357	0.918655	1.777754
11	DUTI	0.347889	0.449203	0.14361	5.42161	10.4043
12	EMDE	0.154309	0.13811	0.166357	0.899821	3.52524
13	GAMA	0.191117	0.064824	0.02835	2.294172	4.064446
14	GMTD	0.025853	0.393346	0.131593	1.05808	3.447191
15	GPRA	0.587833	0.263413	0.148192	1.357465	7.136098
16	GWSA	0.085161	0.766515	0.00862	1.788992	4.993863
17	JRPT	-0.00716	0.426942	0.166996	2.980286	5.596399
18	LAMI	0.430722	0.44243	0.299004	3.613802	10.07165
19	LPCK	0.573822	0.582452	0.203119	2.737242	9.902129
20	LPKR	0.694954	0.171837	0.094661	1.065847	6.874345
21	MKPI	-0.02774	0.503554	0.190532	5.555485	8.573224
22	MTLA	0.316298	0.300723	0.182417	1.169323	5.508902
23	MTSM	0.699382	0.181374	0.036222	4.788235	10.45028
24	NIRO	0.378245	-0.0295	0.040486	6.140786	9.104998
25	PLIN	0.107351	0.321455	0.223054	6.270643	9.835262
26	PWON	0.052448	0.301125	0.142108	2.562157	4.970964
27	RDTX	0.108101	0.774185	0.166237	5.707134	10.34259
28	RODA	0.300985	0.321383	0.21553	11.16619	16.19504
29	SCBD	0.027418	0.279804	0.139765	3.150761	5.33954
30	SMDM	0.165856	0.053987	0.093597	0.64539	2.570646
31	SMRA	0.153532	0.242313	0.154961	2.119977	5.064426

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 6 *Firm Size* untuk pengamatan tahun 2013

NO	EMITEN	Total Assets	Ln (Total Assets)
1	APLN	Rp 19,679,908,990,000	30.61
2	ASRI	Rp 14,428,082,567,000	30.30
3	BAPA	Rp 175,635,233,972	25.89
4	BCIP	Rp 432,216,712,637	26.79
5	BEST	Rp 3,360,272,281,414	28.84
6	BSDE	Rp 22,572,159,491,478	30.75
7	COWL	Rp 1,944,913,754,306	28.30
8	CTRA	Rp 20,114,871,381,857	30.63
9	DART	Rp 4,768,449,638,000	29.19
10	DILD	Rp 7,526,470,401,005	29.65
11	DUTI	Rp 7,473,596,509,696	29.64
12	EMDE	Rp 938,536,950,089	27.57
13	GAMA	Rp 1,290,583,599,639	27.89
14	GMTD	Rp 1,307,846,871,186	27.90
15	GPRA	Rp 1,332,646,538,409	27.92
16	GWSA	Rp 2,045,701,784,445	28.35
17	JRPT	Rp 6,163,177,866,000	29.45
18	LAMI	Rp 612,074,767,000	27.14
19	LPCK	Rp 3,854,166,345,345	28.98
20	LPKR	Rp 31,300,362,430,266	31.07
21	MKPI	Rp 2,838,815,438,871	28.67
22	MTLA	Rp 2,834,484,171,000	28.67
23	MTSM	Rp 98,129,812,821	25.31
24	NIRO	Rp 2,955,009,137,912	28.71
25	PLIN	Rp 4,126,804,890,000	29.05
26	PWON	Rp 9,298,245,408,000	29.86
27	RDTX	Rp 1,549,674,922,146	28.07
28	RODA	Rp 2,750,856,730,771	28.64
29	SCBD	Rp 5,550,429,288,000	29.34
30	SMDM	Rp 2,950,314,446,000	28.71
31	SMRA	Rp 13,659,136,825,000	30.25

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 7 *Firm Size* untuk pengamatan tahun 2014

NO	EMITEN	Total Assets	Ln (Total Assets)
1	APLN	Rp 23,686,158,211,000	30.80
2	ASRI	Rp 16,924,366,954,000	30.46
3	BAPA	Rp 176,171,620,663	25.89
4	BCIP	Rp 590,329,940,916	27.10
5	BEST	Rp 3,652,993,439,542	28.93
6	BSDE	Rp 28,134,725,397,393	30.97
7	COWL	Rp 3,682,393,492,170	28.93
8	CTRA	Rp 23,283,477,620,916	30.78
9	DART	Rp 5,114,273,658,000	29.26
10	DILD	Rp 9,004,884,010,541	29.83
11	DUTI	Rp 8,024,311,044,118	29.71
12	EMDE	Rp 1,179,018,690,672	27.80
13	GAMA	Rp 1,390,092,733,575	27.96
14	GMTD	Rp 1,524,317,216,546	28.05
15	GPRA	Rp 1,517,576,344,888	28.05
16	GWSA	Rp 2,292,661,995,500	28.46
17	JRPT	Rp 6,684,262,908,000	29.53
18	LAMI	Rp 631,395,724,000	27.17
19	LPCK	Rp 4,309,824,234,265	29.09
20	LPKR	Rp 37,761,220,693,695	31.26
21	MKPI	Rp 4,316,214,269,222	29.09
22	MTLA	Rp 3,250,717,743,000	28.81
23	MTSM	Rp 92,326,274,743	25.25
24	NIRO	Rp 3,037,200,775,668	28.74
25	PLIN	Rp 4,544,932,176,000	29.15
26	PWON	Rp 16,770,742,538,000	30.45
27	RDTX	Rp 1,643,441,092,309	28.13
28	RODA	Rp 3,067,688,575,340	28.75
29	SCBD	Rp 5,569,183,172,000	29.35
30	SMDM	Rp 3,156,290,546,000	28.78
31	SMRA	Rp 15,379,478,994,000	30.36

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 8 *Firm Size* untuk pengamatan tahun 2015

NO	EMITEN	Total Assets	Ln (Total Assets)
1	APLN	Rp 24,559,174,988,000	30.83
2	ASRI	Rp 18,789,870,126,000	30.56
3	BAPA	Rp 175,743,601,667	25.89
4	BCIP	tidak mempublikasi laporan keuangan	
5	BEST	Rp 4,631,315,439,422	29.16
6	BSDE	Rp 36,022,148,489,646	31.22
7	COWL	Rp 3,540,585,749,217	28.90
8	CTRA	Rp 26,258,718,560,250	30.90
9	DART	Rp 5,739,863,241,000	29.38
10	DILD	Rp 10,288,572,076,882	29.96
11	DUTI	Rp 9,041,911,216,451	29.83
12	EMDE	Rp 1,196,040,969,781	27.81
13	GAMA	Rp 1,336,562,720,363	27.92
14	GMTD	Rp 1,273,990,253,786	27.87
15	GPRA	Rp 1,574,174,572,164	28.08
16	GWSA	Rp 6,805,277,762,308	29.55
17	JRPT	Rp 7,578,101,438,000	29.66
18	LAMI	Rp 640,519,368,000	27.19
19	LPCK	Rp 5,476,757,336,509	29.33
20	LPKR	Rp 41,326,558,178,049	31.35
21	MKPI	Rp 5,709,371,372,467	29.37
22	MTLA	Rp 3,620,742,578,000	28.92
23	MTSM	Rp 88,172,596,470	25.20
24	NIRO	Rp 3,141,665,656,854	28.78
25	PLIN	Rp 4,671,089,985,000	29.17
26	PWON	Rp 18,778,122,467,000	30.56
27	RDTX	Rp 1,872,158,609,529	28.26
28	RODA	Rp 3,232,242,644,731	28.80
29	SCBD	Rp 5,566,425,030,000	29.35
30	SMDM	Rp 3,154,581,181,000	28.78
31	SMRA	Rp 18,758,262,022,000	30.56

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 9 *Book-to-Market* Pengamatan Tahun 2013

NO	EMITEN	2013		
		NILAI BUKU EKUITAS	NILAI PASAR SAHAM	B/M
1	APLN	Rp 7,212,683,391,000	Rp 4,407,693,500,000	1.63638
2	ASRI	Rp 5,331,784,694,000	Rp 8,449,247,111,840	0.63104
3	BAPA	Rp 92,499,271,673	Rp 43,677,778,320	2.11777
4	BCIP	Rp 225,321,850,175	Rp 650,611,563,875	0.34632
5	BEST	Rp 2,476,819,586,729	Rp 4,284,924,913,750	0.57803
6	BSDE	Rp 13,415,298,286,907	Rp 22,571,125,603,680	0.59436
7	COWL	Rp 1,182,586,794,176	Rp 2,289,470,589,870	0.51653
8	CTRA	Rp 9,765,513,089,701	Rp 11,374,361,995,500	0.85855
9	DART	Rp 2,926,677,760,000	Rp 1,397,918,978,090	2.09360
10	DILD	Rp 4,096,044,505,121	Rp 3,265,244,068,275	1.25444
11	DUTI	Rp 6,045,051,979,678	Rp 8,278,750,000,000	0.73019
12	EMDE	Rp 557,941,179,685	Rp 371,850,000,000	1.50045
13	GAMA	Rp 1,044,340,697,163	Rp 880,440,000,000	1.18616
14	GMTD	Rp 403,423,859,422	Rp 842,765,400,000	0.47869
15	GPRA	Rp 800,917,837,925	Rp 645,774,955,736	1.24024
16	GWSA	Rp 1,794,767,347,615	Rp 1,240,320,840,000	1.44702
17	JRPT	Rp 2,683,647,515,000	Rp 11,000,000,000,000	0.24397
18	LAMI	Rp 358,624,440,000	Rp 203,269,986,000	1.76428
19	LPCK	Rp 1,819,086,078,988	Rp 3,393,000,000,000	0.53613
20	LPKR	Rp 14,177,573,305,225	Rp 21,000,697,553,290	0.67510
21	MKPI	Rp 1,918,709,023,847	Rp 9,007,843,000,000	0.21300
22	MTLA	Rp 1,764,755,309,000	Rp 2,849,829,208,000	0.61925
23	MTSM	Rp 82,572,023,006	Rp 160,665,120,000	0.51394
24	NIRO	Rp 1,850,290,760,045	Rp 4,777,095,110,000	0.38733
25	PLIN	Rp 2,159,752,050,000	Rp 6,816,000,000,000	0.31687
26	PWON	Rp 4,102,508,882,000	Rp 13,003,092,648,000	0.31550
27	RDTX	Rp 1,147,258,937,221	Rp 1,317,120,000,000	0.87104
28	RODA	Rp 1,721,116,597,216	Rp 6,116,457,694,050	0.28139
29	SCBD	Rp 4,295,173,259,000	Rp 8,969,648,400,000	0.47886
30	SMDM	Rp 2,144,185,346,000	Rp 906,706,265,030	2.36481
31	SMRA	Rp 4,657,666,667,000	Rp 11,252,889,710,400	0.41391

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 10 *Book-to-Market* Pengamatan Tahun 2014

NO	EMITEN	2014		
		NILAI BUKU EKUITAS	NILAI PASAR SAHAM	B/M
1	APLN	Rp 8,462,884,365,000	Rp 6,867,801,500,000	1.232255
2	ASRI	Rp 6,371,193,934,000	Rp 11,003,670,657,280	0.579006
3	BAPA	Rp 99,545,777,469	Rp 33,089,226,000	3.008405
4	BCIP	Rp 250,227,717,148	Rp 1,101,034,954,250	0.227266
5	BEST	Rp 2,849,501,198,764	Rp 7,041,187,479,000	0.40469
6	BSDE	Rp 18,473,430,005,417	Rp 33,161,182,737,560	0.55708
7	COWL	Rp 1,347,986,604,107	Rp 3,044,508,763,125	0.44276
8	CTRA	Rp 11,421,370,771,998	Rp 18,957,269,992,500	0.60248
9	DART	Rp 3,246,828,439,000	Rp 2,136,145,854,160	1.519947
10	DILD	Rp 4,470,166,548,979	Rp 6,737,805,220,250	0.663445
11	DUTI	Rp 6,248,417,595,733	Rp 9,028,000,000,000	0.692115
12	EMDE	Rp 602,964,693,571	Rp 458,950,000,000	1.313792
13	GAMA	Rp 1,091,623,255,382	Rp 510,555,147,750	2.13811
14	GMTD	Rp 666,347,155,005	Rp 619,381,800,000	1.075826
15	GPRA	Rp 889,865,599,401	Rp 1,278,719,945,464	0.695903
16	GWSA	Rp 1,971,453,625,511	Rp 1,357,332,240,000	1.452447
17	JRPT	Rp 3,201,931,306,000	Rp 14,300,000,000,000	0.223911
18	LAMI	Rp 397,013,520,000	Rp 319,260,204,000	1.243542
19	LPCK	Rp 2,671,459,587,885	Rp 7,238,400,000,000	0.369068
20	LPKR	Rp 17,646,449,043,205	Rp 23,539,243,411,380	0.749661
21	MKPI	Rp 2,161,794,247,668	Rp 14,507,368,200,000	0.149014
22	MTLA	Rp 2,037,136,276,000	Rp 3,342,485,853,000	0.609467
23	MTSM	Rp 81,476,515,457	Rp 160,665,120,000	0.50712
24	NIRO	Rp 1,740,261,427,890	Rp 3,353,541,684,000	0.518932
25	PLIN	Rp 2,986,067,086,000	Rp 13,312,500,000,000	0.224306
26	PWON	Rp 8,283,070,780,000	Rp 24,802,195,236,000	0.333965
27	RDTX	Rp 1,351,774,500,027	Rp 1,411,200,000,000	0.95789
28	RODA	Rp 2,104,261,145,100	Rp 6,293,155,360,767	0.334373
29	SCBD	Rp 3,947,960,279,000	Rp 6,644,184,000,000	0.594198
30	SMDM	Rp 2,207,634,955,000	Rp 591,745,141,388	3.730719
31	SMRA	Rp 5,992,636,444,000	Rp 21,928,708,153,600	0.273278

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 11 *Book-to-Market* Pengamatan Tahun 2015

NO	EMITEN	NILAI BUKU EKUITAS	NILAI PASAR SAHAM	B/M
1	APLN	Rp 9,072,668,928,000	Rp 6,847,300,600,000	1.324999
2	ASRI	Rp 6,682,409,662,000	Rp 6,739,748,277,584	0.991492
3	BAPA	Rp 100,931,150,917	Rp 33,089,226,000	3.050272
4	BCIP	tidak mempublikasi laporan keuangan		
5	BEST	Rp 3,042,155,272,739	Rp 2,836,309,478,100	1.072575
6	BSDE	Rp 22,096,690,483,336	Rp 34,644,053,145,600	0.637821
7	COWL	Rp 1,174,139,186,794	Rp 2,922,728,412,600	0.401727
8	CTRA	Rp 13,050,221,279,907	Rp 22,382,763,362,020	0.583048
9	DART	Rp 3,428,403,826,000	Rp 1,319,384,204,040	2.598488
10	DILD	Rp 4,770,828,683,560	Rp 5,068,902,696,465	0.941196
11	DUTI	Rp 6,858,058,072,602	Rp 11,840,000,000,000	0.579228
12	EMDE	Rp 659,934,116,417	Rp 482,400,000,000	1.368023
13	GAMA	Rp 1,096,560,457,723	Rp 550,606,521,080	1.99155
14	GMTD	Rp 554,257,293,224	Rp 761,535,000,000	0.727816
15	GPRA	Rp 947,230,767,514	Rp 851,054,411,864	1.113008
16	GWSA	Rp 6,268,945,784,180	Rp 959,493,480,000	6.533599
17	JRPT	Rp 4,140,931,140,000	Rp 10,243,750,000,000	0.40424
18	LAMI	Rp 551,539,105,000	Rp 321,557,040,000	1.715214
19	LPCK	Rp 3,633,295,768,357	Rp 5,046,000,000,000	0.720035
20	LPKR	Rp 18,916,764,558,342	Rp 23,885,408,755,665	0.79198
21	MKPI	Rp 2,829,195,478,600	Rp 16,000,773,750,000	0.176816
22	MTLA	Rp 2,213,216,725,000	Rp 1,645,852,160,950	1.344724
23	MTSM	Rp 77,085,141,681	Rp 53,089,344,000	1.451989
24	NIRO	Rp 2,758,476,858,152	Rp 2,353,080,411,224	1.172283
25	PLIN	Rp 2,406,569,383,000	Rp 14,200,000,000,000	0.169477
26	PWON	Rp 9,455,055,977,000	Rp 23,887,162,790,400	0.395822
27	RDTX	Rp 1,589,564,948,731	Rp 1,612,800,000,000	0.985593
28	RODA	Rp 2,507,974,755,013	Rp 8,087,316,284,355	0.310112
29	SCBD	Rp 3,779,254,627,000	Rp 5,630,945,940,000	0.671158
30	SMDM	Rp 2,452,132,459,000	Rp 453,353,132,515	5.408879
31	SMRA	Rp 7,529,749,914,000	Rp 23,804,189,772,000	0.31632

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 12 *Subsequent Return* Pengamatan Tahun 2013

NO	EMITEN	2014						2015						SR
		JULI	AGUS	SEPT	OKT	NOP	DES	JAN	FEB	MAR	APR	MEI	JUN	
1	APLN	0.205	0.128	(0.093)	0.029	0.023	(0.072)	0.331	0.029	(0.041)	(0.050)	(0.067)	(0.033)	0.389
2	ASRI	0.190	(0.029)	(0.108)	0.020	0.207	-	0.063	0.126	(0.172)	0.108	(0.024)	(0.042)	0.340
3	BAPA	-	0.019	0.019	(0.055)	-	(0.038)	-	-	-	-	0.020	(0.020)	(0.055)
4	BCIP	0.044	0.076	0.063	0.022	(0.007)	0.124	(0.253)	0.339	0.026	(0.032)	0.033	0.013	0.448
5	BEST	0.429	0.051	(0.056)	-	0.299	(0.039)	0.007	(0.054)	(0.165)	0.034	(0.173)	(0.194)	0.137
6	BSDE	0.078	0.013	(0.037)	0.039	0.103	0.020	0.119	0.099	(0.038)	(0.126)	0.021	(0.123)	0.166
7	COWL	0.009	(0.017)	0.070	(0.081)	(0.009)	0.116	-	-	0.048	(0.145)	0.018	0.079	0.087
8	CTRA	0.235	0.052	(0.165)	0.128	0.144	(0.046)	0.152	0.031	(0.007)	(0.068)	0.040	(0.115)	0.382
9	DART	(0.033)	0.134	0.015	(0.022)	0.015	-	0.110	(0.013)	0.067	0.006	(0.038)	0.006	0.249
10	DILD	0.092	0.226	(0.009)	0.026	0.084	0.008	(0.046)	(0.048)	(0.025)	0.130	(0.046)	(0.081)	0.311
11	DUTI	0.040	-	-	-	(0.022)	0.084	0.066	0.010	0.090	0.048	0.083	(0.062)	0.338
12	EMDE	0.014	-	(0.069)	(0.037)	0.023	0.038	(0.109)	(0.016)	0.008	(0.231)	0.151	0.393	0.163
13	GAMA	-	0.040	(0.038)	-	-	0.020	(0.020)	-	-	-	-	-	0.002
14	GMTD	0.194	-	0.047	0.003	(0.149)	(0.147)	0.066	-	(0.012)	0.187	0.220	0.016	0.425
15	GPRA	0.670	0.201	(0.194)	(0.097)	(0.196)	0.378	(0.097)	0.070	(0.038)	(0.029)	(0.037)	0.019	0.650
16	GWSA	0.027	(0.016)	(0.037)	(0.039)	0.017	(0.011)	0.052	(0.016)	(0.017)	(0.090)	(0.025)	(0.159)	(0.315)
17	JRPT	(0.011)	0.076	0.010	-	0.030	0.010	0.154	-	(0.083)	-	(0.109)	(0.026)	0.051
18	LAMI	0.024	0.236	0.150	(0.065)	(0.059)	0.030	0.054	(0.020)	(0.059)	(0.037)	0.100	(0.056)	0.296
19	LPCK	0.167	0.059	(0.070)	0.073	0.194	0.025	0.106	0.037	(0.021)	0.026	(0.094)	(0.161)	0.339
20	LPKR	0.152	(0.027)	(0.121)	0.138	0.089	(0.124)	0.113	0.040	0.144	(0.122)	0.097	(0.092)	0.285
21	MKPI	0.083	(0.075)	-	(0.021)	0.014	0.063	-	-	(0.007)	(0.023)	(0.007)	0.153	0.180
22	MTLA	(0.007)	0.095	(0.002)	-	0.067	(0.052)	-	(0.020)	(0.005)	(0.033)	(0.012)	(0.054)	(0.023)
23	MTSM	-	-	-	-	-	-	-	-	0.014	-	(0.143)	0.167	0.038
24	NIRO	0.008	(0.034)	(0.121)	(0.031)	(0.124)	(0.026)	0.145	0.056	0.013	(0.206)	0.232	(0.045)	(0.133)
25	PLIN	(0.019)	-	-	0.029	0.121	0.250	-	(0.293)	(0.019)	0.385	(0.200)	0.215	0.469
26	PWON	0.199	0.048	(0.071)	0.114	0.144	-	(0.031)	0.102	(0.064)	(0.150)	0.009	(0.027)	0.275
27	RDTX	-	0.188	-	-	(0.125)	-	0.010	-	0.057	0.089	-	(0.016)	0.202
28	RODA	-	(0.046)	0.127	-	(0.121)	0.323	-	-	(0.235)	0.314	-	(0.097)	0.265
29	SCBD	0.045	-	0.012	-	(0.453)	(0.036)	0.248	0.004	0.030	(0.089)	0.174	(0.384)	(0.450)
30	SMDM	0.295	(0.228)	(0.066)	(0.032)	(0.047)	(0.133)	0.056	0.176	(0.026)	(0.013)	(0.128)	(0.093)	(0.239)
31	SMRA	0.189	(0.007)	(0.090)	0.033	0.159	0.041	0.086	0.100	(0.052)	0.035	0.110	(0.172)	0.431

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 13 *Subsequent Return* Pengamatan Tahun 2014

NO	EMITEN	2015					2016						SR	
		JULI	AGUS	SEPT	OKT	NOP	DES	JAN	FEB	MAR	APR	MEI		JUN
1	APLN	(0.019)	(0.127)	(0.071)	(0.080)	0.065	0.136	(0.072)	0.048	(0.080)	(0.151)	(0.047)	0.074	(0.322)
2	ASRI	(0.122)	(0.299)	(0.107)	0.231	(0.129)	0.012	(0.064)	0.072	0.081	0.065	(0.025)	0.244	(0.042)
3	BAPA	-	-	-	-	-	-	0.020	(0.020)	-	0.020	(0.020)	-	0.001
4	BCIP	(0.031)	0.039	0.006	0.006	0.018	0.024	(0.200)	0.103	0.107	(0.048)	0.133	0.067	0.224
5	BEST	(0.038)	(0.236)	(0.061)	0.380	(0.155)	(0.087)	(0.184)	0.129	(0.004)	0.044	(0.064)	0.008	(0.266)
6	BSDE	0.072	(0.103)	(0.125)	0.153	0.040	0.068	(0.039)	(0.026)	0.089	0.008	(0.011)	0.153	0.280
7	COWL	(0.008)	0.033	(0.056)	0.008	(0.025)	0.026	(0.017)	0.017	0.017	(0.033)	-	0.220	0.183
8	CTRA	(0.170)	(0.176)	(0.058)	0.331	0.060	0.270	(0.130)	0.008	0.020	(0.046)	0.108	0.051	0.267
9	DART	0.032	(0.393)	0.101	(0.009)	(0.094)	(0.125)	-	(0.048)	0.200	(0.217)	0.064	0.250	(0.239)
10	DILD	(0.009)	(0.119)	0.175	(0.137)	(0.010)	(0.022)	(0.039)	0.074	0.040	(0.029)	0.059	0.083	0.067
11	DUTI	0.016	0.040	(0.023)	0.032	(0.046)	0.032	-	0.016	(0.046)	0.048	(0.046)	-	0.023
12	EMDE	0.040	0.129	0.046	(0.055)	(0.092)	(0.083)	(0.028)	0.064	0.268	(0.079)	(0.092)	-	0.119
13	GAMA	-	-	-	-	-	0.100	(0.091)	-	-	-	-	-	0.009
14	GMTD	(0.005)	(0.098)	0.062	(0.144)	(0.026)	-	(0.013)	(0.027)	0.024	(0.017)	(0.117)	(0.023)	(0.386)
15	GPRA	0.008	(0.045)	(0.118)	(0.062)	(0.057)	-	(0.095)	0.072	0.057	(0.088)	0.129	0.019	(0.181)
16	GWSA	0.030	(0.272)	(0.081)	0.011	0.011	0.323	(0.244)	(0.065)	0.264	0.400	0.039	(0.131)	0.286
17	JRPT	0.016	(0.067)	(0.061)	(0.024)	(0.096)	(0.007)	(0.141)	(0.031)	0.113	0.087	0.107	0.024	(0.080)
18	LAMI	0.056	(0.193)	0.196	0.069	(0.082)	0.037	0.075	(0.003)	-	0.067	(0.038)	(0.071)	0.112
19	LPCK	(0.088)	(0.148)	(0.057)	0.199	(0.088)	(0.007)	(0.166)	0.012	0.155	0.042	(0.020)	0.073	(0.091)
20	LPKR	(0.021)	(0.074)	0.056	0.053	0.080	(0.195)	0.019	(0.028)	0.020	(0.029)	(0.059)	0.199	0.021
21	MKPI	(0.041)	0.043	(0.012)	0.001	-	0.003	-	0.013	0.053	0.014	-	0.027	0.102
22	MTLA	(0.111)	(0.162)	(0.248)	0.037	(0.084)	0.039	(0.047)	(0.034)	0.061	0.429	0.113	(0.018)	(0.026)
23	MTSM	(0.429)	-	(0.313)	(0.091)	(0.312)	0.326	0.338	0.249	(0.055)	(0.022)	(0.034)	0.118	(0.225)
24	NIRO	(0.099)	(0.125)	(0.173)	(0.194)	(0.143)	0.135	(0.083)	(0.010)	0.323	(0.229)	(0.010)	0.050	(0.556)
25	PLIN	0.114	(0.018)	0.013	(0.272)	0.402	0.010	-	-	(0.078)	(0.028)	0.071	(0.065)	0.149
26	PWON	(0.035)	(0.084)	(0.129)	0.287	0.082	0.076	(0.097)	0.022	0.057	0.085	0.048	0.118	0.430
27	RDTX	(0.033)	-	-	-	-	0.034	0.100	-	0.212	-	-	-	0.313
28	RODA	-	(0.012)	(0.022)	-	(0.007)	0.476	(0.109)	(0.009)	(0.086)	0.083	-	(0.038)	0.276
29	SCBD	(0.003)	-	-	-	-	-	-	0.003	(0.050)	-	-	-	(0.050)
30	SMDM	(0.060)	0.027	0.097	(0.258)	0.076	(0.040)	(0.116)	0.333	(0.170)	(0.032)	(0.022)	0.023	(0.141)
31	SMRA	0.064	(0.069)	(0.309)	0.246	0.111	0.065	(0.124)	0.104	(0.006)	(0.013)	0.022	0.131	0.222

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 14 *Subsequent Return* Pengamatan Tahun 2015

NO	EMITEN	2016						2017						SR
		JULI	AGUS	SEPT	OKT	NOP	DES	JAN	FEB	MAR	APR	MEI	JUN	
1	APLN	0.138	(0.020)	-	(0.214)	0.035	(0.102)	0.038	0.027	(0.035)	(0.037)	(0.129)	0.033	(0.265)
2	ASRI	0.094	(0.063)	(0.033)	(0.059)	(0.152)	(0.068)	0.079	(0.026)	(0.027)	(0.039)	(0.040)	(0.042)	(0.375)
3	BAPA	tidak mempublikasikan laporan keuangan												
4	BCIP	(1.000)	#DIV/0!											
5	BEST	0.293	(0.052)	(0.067)	0.026	(0.147)	(0.038)	0.305	(0.078)	0.013	(0.051)	0.068	0.051	0.321
6	BSDE	(0.009)	0.029	0.023	(0.014)	(0.217)	0.032	0.043	(0.022)	0.053	(0.050)	0.011	0.033	(0.088)
7	COWL	0.049	0.291	(0.005)	0.052	0.020	0.034	0.009	0.147	(0.024)	0.004	0.008	-	0.585
8	CTRA	(0.031)	0.100	0.029	(0.006)	(0.146)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.057)	0.041	(0.125)	0.054	(0.176)
9	DART	-	(0.092)	0.097	(0.028)	(0.256)	(0.122)	0.184	(0.027)	0.038	(0.063)	0.073	(0.084)	(0.281)
10	DILD	(0.009)	0.026	0.076	(0.102)	(0.130)	(0.040)	(0.046)	0.004	(0.096)	0.058	(0.036)	(0.038)	(0.333)
11	DUTI	(0.065)	-	-	0.034	-	-	(0.100)	-	-	-	-	-	(0.130)
12	EMDE	(0.032)	(0.013)	(0.007)	-	(0.033)	(0.014)	0.007	0.375	0.263	-	(0.032)	0.033	0.547
13	GAMA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
14	GMTD	-	0.040	-	-	0.073	(0.004)	(0.036)	0.030	(0.232)	0.170	0.129	0.029	0.199
15	GPRA	(0.028)	(0.053)	0.137	-	(0.161)	(0.027)	0.158	(0.198)	(0.124)	(0.262)	0.282	(0.128)	(0.402)
16	GWSA	0.086	(0.020)	(0.034)	(0.007)	(0.070)	(0.053)	0.072	(0.045)	0.016	0.062	0.014	0.029	0.050
17	JRPT	(0.006)	(0.018)	(0.006)	0.097	(0.061)	0.029	-	(0.029)	0.118	(0.053)	(0.083)	(0.042)	(0.053)
18	LAMI	(0.007)	0.373	(0.056)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.310
19	LPCK	(0.032)	(0.127)	(0.103)	0.030	(0.095)	(0.078)	(0.014)	(0.074)	(0.078)	0.054	(0.076)	(0.002)	(0.595)
20	LPKR	(0.009)	(0.031)	(0.100)	(0.086)	(0.155)	(0.059)	0.021	(0.034)	0.021	0.090	(0.139)	0.022	(0.459)
21	MKPI	0.227	0.043	-	0.013	0.028	0.031	0.014	0.019	(0.023)	0.027	(0.002)	(0.029)	0.348
22	MTLA	-	(0.049)	(0.038)	(0.067)	(0.036)	0.148	(0.135)	0.172	0.019	0.019	(0.012)	0.025	0.045
23	MTSM	0.095	-	-	(0.216)	0.442	(0.157)	(0.116)	0.383	(0.244)	(0.230)	0.064	0.147	0.167
24	NIRO	(0.019)	(0.029)	(0.020)	-	(0.031)	(0.053)	(0.067)	(0.071)	0.026	(0.013)	(0.051)	-	(0.327)
25	PLIN	0.003	0.306	(0.002)	0.002	0.032	-	(0.021)	0.025	-	(0.230)	0.299	0.002	0.416
26	PWON	0.057	(0.085)	0.134	0.067	(0.049)	(0.175)	(0.009)	0.054	0.042	0.016	(0.024)	0.049	0.078
27	RDTX	(0.100)	(0.250)	(0.093)	0.898	0.075	-	(0.200)	0.500	(0.375)	(0.093)	0.162	(0.161)	0.363
28	RODA	0.040	(0.019)	(0.098)	-	(0.022)	(0.133)	0.333	(0.538)	(0.092)	(0.064)	(0.167)	(0.129)	(0.889)
29	SCBD	-	0.009	-	0.012	-	-	0.030	(0.118)	0.200	0.222	-	-	0.356
30	SMDM	0.011	-	(0.033)	(0.068)	-	(0.012)	0.049	(0.047)	0.037	0.310	(0.182)	0.122	0.187
31	SMRA	(0.064)	0.032	0.003	(0.060)	(0.142)	(0.064)	(0.011)	0.046	(0.022)	0.015	(0.029)	(0.023)	(0.319)

Sumber: Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 15 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 22; Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 16 Variabel Dalam Penelitian

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BOOK_TO_MA RKET, BANKRUPTCY _ALTMAN, FIRM_SIZE ^b		. Enter

a. Dependent Variable: SUBSEQUENT_RETURN

b. All requested variables entered.

Sumber: Output SPSS 22; Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 17 Model Summary

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

Lampiran 18 Tabel ANOVA

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

Lampiran 19 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

Lampiran 20 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 22; Data diolah oleh penulis, 2017

Lampiran 21 Hasil Uji Heterokedastisitas dengan *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



DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Sifa Fauziah, lahir di Jakarta, 15 Desember 1995. Anak ketiga dari tiga bersaudara. Saat ini bertempat tinggal di Jalan Pancoran Barat 4A No.55a RT.05 RW.01, Jakarta Selatan. Menempuh pendidikan formal pada MI Al-Falah Jakarta lulus pada tahun 2007, kemudian MTs Al-Khairiyah Jakarta dan lulus pada tahun 2010, dilanjutkan ke SMK Walisongo Jakarta jurusan akuntansi dan lulus pada tahun 2013, dan menempuh perkuliahan di Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta selama tahun 2013 – 2017. Pernah melaksanakan praktik kerja lapangan di PERUM BULOG semasa SMK tahun 2011 dan semasa kuliah tahun 2016. Juga pernah magang di salah satu KAP di daerah Jakarta Selatan.