

BAB IV

ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Statistik Deskriptif

Data yang dipergunakan pada penelitian berasal dari perusahaan LQ45 yang masuk pada daftar Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2022. Pada penelitian ini, teknik pemilihan sampel purposive digunakan, yang menghasilkan 208 data amatan (52 perusahaan) selama 4 tahun. Tujuan pengolahan data untuk mengetahui pengaruh manipulasi laba dengan M-Score terhadap *actual return*.

Pada tabel hasil analisis statistik deskriptif di bawah, dilihat bahwa terdapat nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum serta standar deviasi untuk tiap-tiap variabel penelitian.

Tabel 4.1
Hasil Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
M-Score	208	-12.07	3.35	-2.08	1.549
Leverage	208	.09	2.02	.51	.254
PBV	208	-1.06	44.86	2.58	4.513
SIZE	208	12.31	32.44	20.44	5.377
Return Saham	208	-.70	2.46	.06	.467
Valid N (listwise)	208				

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder

Sesuai tabel 4.1 tersebut, dapat diuraikan beberapa hal yang meliputi:

1. Jumlah data amatan sebanyak 208 perusahaan yang mencakup 54 perusahaan yang tergolong LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2022.
2. Variabel M-Score memiliki nilai minimum sebesar -12,07 dan nilai maksimum sebesar 3,35 dengan nilai rata-rata sebesar -2,08 dan standar deviasi sebesar 1,549.

3. Variabel Leverage memiliki nilai minimum sebesar 0,09 dan nilai maksimum sebesar 2,02 dengan nilai rata-rata 0,51 dan standar deviasi sebesar 0,254.
4. Variabel Price to Book Value (PBV) memiliki nilai minimum sebesar -1,06 dan nilai maksimum sebesar 44,86 dengan nilai rata-rata sebesar 2,58 dan standar deviasi sebesar 4,513.
5. Variabel return saham memiliki nilai minimum sebesar -0,70 dan nilai maksimum sebesar 2,46 dengan nilai rata-rata sebesar 0,06 dan standar deviasi sebesar 0,476.

4.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum menjalankan uji regresi untuk menganalisis pengaruh M-Score, Leverage, PBV, dan Firm Size terhadap Actual Return, perlu uji asumsi klasik. Pengujian untuk memverifikasi yakni model yang digunakan memenuhi asumsi dasar analisis regresi, termasuk tidak adanya heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi.

4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan menerapkan uji statistik yaitu uji Kolmogorov-Smirnov. Berikut hasil tes Kolmogorov-Smirnov:

Tabel 4.2
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		Unstandardized Residual
N		208
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.45970909
Most Extreme Differences	Absolute	.168
	Positive	.168
	Negative	-.113
Test Statistic		.168
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Dalam uji normalitas, data dianggap berdistribusi normal ketika nilai signifikansi Kolmogorov-Smirnov melebihi 0,05. Temuan uji normalitas penelitian ini terlihat melalui tabel 4.2. Pada uji Kolmogorov-Smirnov tersebut terlihat bahwasanya nilai dari Asymp. Sig (2-tailed) adalah dengan besaran 0.000, di mana nilainya tidak melebihi 0.05 ($0.000 < 0.05$) oleh karena itu, dapat dikatakan bahwasanya 208 data penelitian ini tidak terdistribusi dengan normal. Data yang bernilai ekstrem, atau outlier, harus diambil dari data penelitian untuk mendapatkan data yang terdistribusi normal. Data yang bernilai ekstrem dapat ditemukan dengan menggunakan *casewise diagnostics*.

Tabel 4.3

Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov setelah Hapus *Outlier***One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		120
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.21165278
Most Extreme Differences	Absolute	.052
	Positive	.052
	Negative	-.033
Test Statistic		.052
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

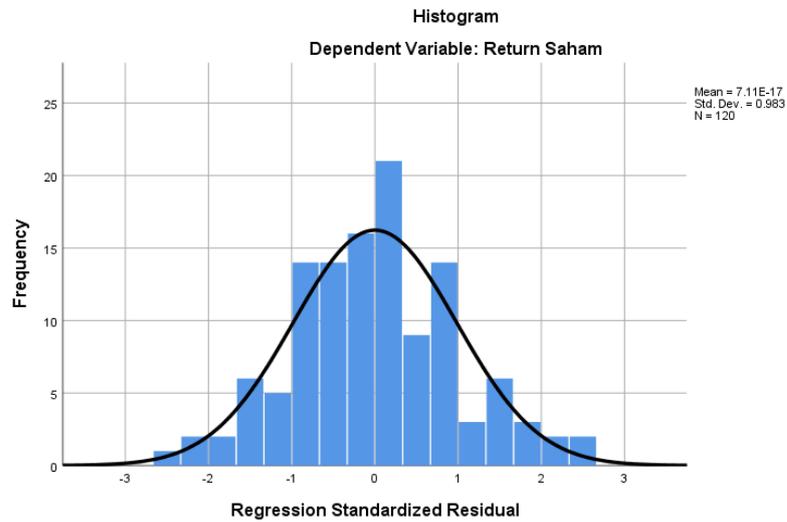
c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

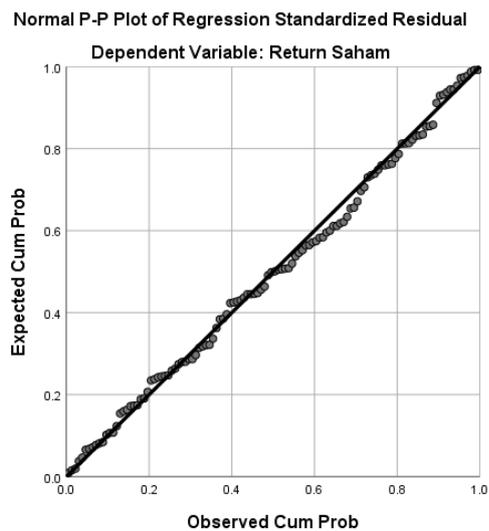
Sebesar 88 data ekstrim dikeluarkan melalui proses *outlier*, sehingga total 120 data penelitian mempunyai distribusi normal. Pada Tabel 4.2 terlihat bahwasanya hasil uji normalitas memperlihatkan 120 data penelitian memiliki distribusi normal, seperti yang ditunjukkan oleh nilai Asymp. Sig (2-tailed) yaitu 0.200, dengan nilai yang melebihi 0.05 ($0.05 > 0.200$). Berdasarkan evaluasi menggunakan model regresi berganda, disimpulkan distribusi normal dari 120 titik data penelitian adalah akurat. Berikut ini adalah plot probabilitas normal dan histogram untuk informasi tambahan:

Gambar 4.1
Grafik Histogram



Grafik histogram di atas menunjukkan bentuk lonceng yang proporsional, tidak ada kemiringan ke kanan atau ke kiri, sehingga menunjukkan distribusi normal.

Gambar 4.2
Normal Probability Plot



Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Grafik *normal probability plot* yang diperlihatkan di atas menunjukkan data berdistribusi normal yang nampak dari karakteristik tiap unit sampel yang sebarannya berada dekat sekitar garis diagonal (titik 0,0).

4.2.2 Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas dijalankan dengan tujuan guna memahami terdapat atau tidak terdapatnya disparitas varian antar residu pengamatan yang berbeda pada model regresi. Suatu model regresi dikatakan baik jika menunjukkan homoskedastisitas, artinya varians antar observasi tetap konstan. Uji ini dijalankan melalui penggunaan Uji Glejser.

Tabel 4.4
Hasil Uji Glejser

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.090	.062		1.460	.147
	M-Score	-.008	.017	-.051	-.457	.648
	Leverage	-.050	.082	-.073	-.614	.541
	PBV	.002	.009	.022	.226	.821
	SIZE	.004	.002	.180	1.714	.089

a. Dependent Variable: Abs_Res

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Variabel dependen nilai Absolut Residual (Abs_Res), yang memiliki probabilitas signifikansi di atas 5%, tidak dipengaruhi secara statistik oleh satu variabel independen, seperti yang diperlihatkan melalui hasil tabel 4.4 tersebut. Maka dari itu, dapat diambil kesimpulan heterokedastisitas tidak terkandung pada model regresi.

4.2.3 Uji Autokorelasi

Tujuan uji autokorelasi dengan run test guna melihat korelasi yang signifikan antar residu. Jika tidak ada hubungan antar residu, maka disebut residu acak.

Tabel 4.5
Uji *Run Test*

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.00014
Cases < Test Value	60
Cases >= Test Value	60
Total Cases	120
Number of Runs	64
Z	.550
Asymp. Sig. (2-tailed)	.582

a. Median

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Hasil uji autokorelasi dengan run test pada tabel 4.5 memperlihatkan Asymp. Sig. (2-tailed) dengan besaran 0,582 yang berada diatas ambang batas 0,05. Sehingga, model regresi tidak memiliki masalah autokorelasi atau tidak ada autokorelasi.

4.2.4 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ditujukan guna memastikan apakah variabel independen yang satu dengan lainnya berkorelasi dalam model regresi. Uji multikolinearitas penelitian ini dinilai melalui dua metode. Salah satu pendekatannya dengan mengevaluasi nilai toleransi, sedangkan pendekatan lainnya adalah dengan mengevaluasi nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Model regresi yang baik yaitu jika tidak ditemukan adanya hubungan antar variable independen.

Tabel 4.6
Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	M-Score	.679	1.474
	Leverage	.596	1.679
	PBV	.879	1.138
	SIZE	.770	1.298

a. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Tabel 4.6 memperlihatkan nilai toleransi setiap variabel independen melebihi 0,1, namun nilai VIF < 10. Menunjukkan multikolinieritas tidak terjadi antar variabel independen.

4.3 Uji Regresi Linier Berganda

Pengaruh M-Score, Leverage, PBV, dan Ukuran Perusahaan terhadap Actual Return yang termasuk variabel dependen pada penelitian ini diuji dengan analisis regresi linier berganda.

Tabel 4.7
Uji Regresi Linear Berganda

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.037	.101		-.365	.716		
	M-Score	-.055	.028	-.211	-1.947	.054	.679	1.474
	Leverage	-.234	.135	-.201	-1.741	.084	.596	1.679
	PBV	.015	.015	.096	1.005	.317	.879	1.138
	SIZE	-.002	.004	-.056	-.551	.583	.770	1.298

a. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Dari tabel tersebut, maka persamaan regresi yang didapatkan adalah:

$$Y = -0,037 - 0,211X1 - 0,201X2 + 0,096X3 - 0,056X4$$

Dimana: Y = Return Saham
X1= M-Score
X2 = Leverage
X3 = Price to Book Value
X4 = Firm Size

Hasil persamaan regresi linier berganda yang disebutkan sebelumnya adalah:

1. Koefisien konstanta bernilai negatif sebesar 0,037 yang artinya bila variabel M-Score, *Leverage*, PBV, dan *Firm Size* dianggap bernilai 0 maka nilai return saham sebesar 0,037.
2. Koefisien M-Score bernilai negatif sebesar 0,211 yang artinya bila M-Score mengalami kenaikan 1 poin maka akan menghasilkan penurunan pada return saham sebesar 0,211.
3. Koefisien *Leverage* bernilai negatif 0,201 yang artinya bila *Leverage* mengalami kenaikan 1 poin maka akan menghasilkan penurunan pada return saham sebesar 0,201.
4. Koefisien PBV bernilai positif 0,096 yang artinya bila PBV mengalami kenaikan 1 poin maka akan menghasilkan kenaikan pada price to book value sebesar 0,096.
5. Koefisien *Firm Size* bernilai negatif sebesar 0,056 yang artinya bila *Firm Size* mengalami kenaikan 1 poin maka akan menghasilkan penurunan pada firm size sebesar 0,056.

4.4 Hasil Uji Hipotesis

4.4.1 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi mengukur sejauh mana variabel independen secara efektif menguraikan variabel dependen.

Tabel 4.8

Koefisien Determinasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.287 ^a	.082	.051	.21530	1.914

a. Predictors: (Constant), SIZE, PBV, M-Score, Leverage

b. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Dilihat dari tabel 4.8 terdapat nilai korelasi yaitu 0,287 atau 28,7%. Sedangkan, nilai R^2 sebesar 0,082 atau sebesar 8,2% yang artinya dapat dikatakan bahwa variabel M-Score, *Leverage*, PBV, dan *Firm Size* hanya dapat mempengaruhi return saham sebesar 8,2% dan sisanya dipengaruhi variabel lainnya yang tidak dipakai pada penelitian ini.

4.4.2 Uji Simultan (Uji F)

Uji F menentukan keterkaitan variabel bebas pada variabel terikat bersamaan. Jika F_{hitung} kurang dari F_{tabel} , maka H_0 diterima, yang mengindikasikan variabel bebas model regresi berganda tidak memengaruhi signifikan atau tidak dapat menjelaskan variabel terikat. Sebaliknya, jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak, yang artinya variabel bebas dari model regresi berganda memengaruhi signifikan atau dapat menjelaskan variabel terikat. Hasil uji F yang menguji pengaruh simultan variabel independen atas variabel dependen disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.9
Hasil Uji F

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.479	4	.120	2.585	.041 ^b
	Residual	5.331	115	.046		
	Total	5.810	119			

a. Dependent Variable: Return Saham

b. Predictors: (Constant), SIZE, PBV, M-Score, Leverage

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Sesuai yang terlihat pada tabel 4.10, “nilai F_{hitung} dengan besaran 2,585 dan p -value (Sig.) 0,041. Nilai F_{tabel} didapat dari $df_1 = \text{jumlah variabel} - 1 = 5 - 1 = 4$ dan $df_2 = \text{jumlah data} - \text{jumlah variabel} = 120 - 5 = 115$, maka $F_{tabel(4;115)} = 2,45$. Oleh karena $F_{hitung} > F_{tabel}$ dan p -value $< 0,05$, sehingga sesuai dengan batas tersebut dapat ditarik simpulan bahwasanya terdapat pengaruh variabel M-Score, Leverage, PBV dan SIZE secara simultan terhadap variabel *Actual Return*”.

4.4.3 Uji Parsial (Uji t)

Uji T dijalankan guna memahami hubungan dari setiap variabel independen atas variabel dependennya. Hasil dari uji t setiap variabel independen dijelaskan berikrur ini.

Tabel 4.10
Hasil Uji-t

		Coefficients ^a					Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	-.037	.101		-.365	.716		
	M-Score	-.055	.028	-.211	-1.947	.054	.679	1.474
	Leverage	-.234	.135	-.201	-1.741	.084	.596	1.679
	PBV	.015	.015	.096	1.005	.317	.879	1.138
	SIZE	-.002	.004	-.056	-.551	.583	.770	1.298

a. Dependent Variable: Return Saham

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder (2024)

Dari data di atas, dengan menggunakan parameter alternatif signifikansi (yaitu $\alpha < 0.10$), maka dapat dikatakan bahwa *M-Score* dan *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap *Actual Return*. Terkait hal ini peneliti memberikan alasan yang didasarkan pada literatur ilmiah sebelumnya.

Pertama, parameter signifikansi yang secara umum diadopsi oleh mayoritas penelitian kuantitatif (yaitu $\alpha < 0.05$) merupakan pengukuran matematis yang diadopsi langsung dari pengukuran *P Value*. Vidgen & Yasseri (2016) mengatakan bahwa “*P-value* digunakan dalam Pengujian Signifikansi Hipotesis Null (NHST) untuk memutuskan apakah suatu hipotesis nol diterima atau ditolak”. Para kritikus juga berpendapat bahwa *p-value* sering disalahpahami dan disalahgunakan oleh banyak peneliti, yang mana tolak ukur hipotesis tidak seharusnya disetarakan dengan NHST. Uji hipotesis sudah seyogyanya diukur berdasarkan proporsi tingkat *error* terhadap sampel, yang mana karakteristik sampel wajib dipertimbangkan.

Dalam konteks pembuktian teori di dalam ilmu sosial, dengan mempertimbangkan dinamika sosial yang tidak dapat disetarakan dengan landasan-landasan teori ilmu eksakta yang standar erornya harus sangat diminimalisir. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa nilai-nilai tersebut merupakan metrik yang

tidak efektif, di mana tingkat signifikansi standar sebesar 0,05 menghasilkan FDR keseluruhan yang jauh lebih tinggi yakni 30%. FDR merupakan “metode konseptual tingkat kesalahan tipe I pada uji hipotesis nol ketika menjalankan beberapa perbandingan, atau dengan kata lain”, yang didapatkan yaitu hasil positif palsu.

Dalam mengambil kesimpulan hasil penelitian, sampel dikatakan berlaku untuk populasinya bukanlah harga mutlak, melainkan suatu peluang (Insaeni, 2016). Sehingga, dapat dijabarkan bahwa taraf signifikansi yaitu peluang kesalahan dan akurasi dalam proses generalisasi atau menarik kesimpulan dari sampel penelitian merupakan hal yang berlaku bagi populasi yang lebih luas. Maka itu, *p-value* 0,05 bukan merupakan suatu patokan untuk melihat seberapa besar keterkaitan antar variabel. Seperti dikatakan oleh Dahiru (2008), seseorang dapat membuat “pengujian signifikan” menjadi lebih ketat dengan menindahkan ke 0,01 (1%) atau kurang ketatnya dengan memindahkan garis batas ke 0,10 (10%).

4.4.3.1 M-Score terhadap *Actual Return*

Koefisien regresi variabel M-Score dengan besaran -0,211, t_{hitung} dengan besaran -1,947 dan *p-value* (Sig.) 0,054. Nilai t_{tabel} pada alpha 0,05 (Uji t dijalankan dengan 2 sisi (2-tailed)). t_{tabel} didapat dari $df = n - 4 = 120 - 5 = 115$ yaitu 1,98. Dengan $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan *p-value* < 0,10, maka sesuai dengan batas tersebut dapat diambil simpulan bahwasanya hipotesis pertama diterima. Artinya variabel M-Score berpengaruh signifikan terhadap variabel *actual return*.

Algoritme Beneish M-score digunakan untuk memperkirakan organisasi yang mungkin terlibat dalam aktivitas penipuan atau memanipulasi pendapatan yang diungkapkan dalam laporan keuangan mereka. *Fraud* adalah manipulasi laporan keuangan yang dijalankan secara sengaja oleh manajemen, yang kemudian disajikan kepada pihak-pihak terkait untuk tujuan tertentu. Perusahaan melakukan manipulasi laba sebagai cara penghindaran kerugian, memperoleh imbalan, mencapai target laba, dan pemenuhan harapan analis saham (Oktorina, 2008). Dalam penelitian ini, rasio dari *Beneish M-Score* yang digunakan yaitu: “*Total Accruals to Total Assets (TATA)*, *Asset Quality Index (AQI)*, *Gross Margin Index (GMI)*, *Sales Growth Index (SGI)*, serta *Days Sales Receivable Index (DSRI)*”.

Rasio-rasio tersebut dapat memberikan gambaran dasar atas dilakukannya manipulasi, seperti contohnya penggelembungan angka penjualan dan piutang, menanggungkan beberapa biaya, serta kualitas arus kas.

Hanafi dan Halim (2016) menjelaskan bahwa laporan keuangan atau informasi akuntansi harus memiliki karakteristik kualitatif yang terbagi menjadi 2 yaitu kualitas primer (*primary qualities*): relevan (*relevant*) dan dapat dipercaya (*reliable*), dan kualitas sekunder (*secondary qualities*): dapat dibandingkan (*comparability*) dan konsisten (*consistency*). Sedangkan, manipulasi laba dapat mengurangi kehandalan (*reliability*) dari laporan keuangan dikarenakan ketidakmampuannya untuk memberikan gambaran yang sesungguhnya tentang performa perusahaan. Di mana hal tersebut telah menyimpang dari salah satu karakteristik kualitatif primer, dan terhadap karakteristik kehandalan laporan keuangan (*reliability*), yakni: dapat dilakukan pemeriksaan, disajikan sesuai kenyataan, dan disusun atas dasar ketidakberpihakan.

M-Score yang menandakan potensi dan prediksi manipulasi laba dapat terjadi dikarenakan perusahaan melakukan skema kecurangan berupa penjualan palsu dengan memanfaatkan akun piutang dagang, yang mana skema tersebut tidak mampu menghasilkan aliran kas masuk (*cash-flow in*) kepada perusahaan (ACFE, 2019). Penjualan palsu yang dapat tertutupi dengan banyaknya piutang penjualan yang tinggi (sehingga komposisi harta perusahaan dapat terlihat proposional terhadap laba operasionalnya) dapat beresiko: (1) menurunnya kemampuan perusahaan dalam membayar *dividend* dan (2) meruginya perusahaan pada periode yang akan datang dikarenakan tingginya jumlah beban piutang tak tertagih. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa semakin besarnya peluang perusahaan melakukan manipulasi laporan keuangan, maka *actual return* akan semakin rendah (Widhoyoko et al., 2018). Hasil penelitian di atas menunjukkan bahwa H_1 diterima, di mana *M-Score* berpengaruh negatif terhadap *actual return*.

Dengan kata lain, berdasarkan Albrecht et al. (2018), secara pelaporan keuangan, investor akan merasa optimis terhadap performa profitabilitas perusahaan yang pada faktanya, perusahaan terkait kemungkinan besar tidak dapat memberikan pengembalian investasi kepada investor karena kondisi yang sesungguhnya tidak sebaik seperti yang dilaporkan pada laporan keuangan. Untuk

mengetahui sebabnya, dengan mengimplementasikan kerangka “*fraud tree*” atau biasa disebut “modus operandi dalam kecurangan pelaporan keuangan”, maka dapat diasumsikan bahwa perusahaan beresiko mengalami kekurangan kas atas hasil manipulasi laba (Albrecht et al., 2018).

Pada praktiknya di dunia nyata, telah terjadi beberapa kasus manipulasi laba, diantaranya yaitu perusahaan Satyam, Crazy Eddie, McKesson & Robbins, dan masih banyak lainnya. Berdasarkan Zack (2015), mantan pimpinan perusahaan Satyam terlibat dalam penipuan besar-besaran yang merugikan investor, di mana perusahaan mencatat lebih dari \$1 miliar pendapatan palsu untuk membuat perusahaan terlihat sukses dan menarik investor serta pelanggan baru. Dalam kasus manipulasi laba seperti ini, salah satu *red flag* yang muncul adalah peningkatan piutang usaha yang tidak proporsional dibandingkan dengan pendapatan yang ditandai dari meningkatnya saldo piutang usaha secara tidak proporsional.

Hal ini diperburuk dengan skema rekayasa piutang yang menyebabkan munculnya piutang tidak tertagih yang akan berakibat pada membengkaknya beban operasional pada periode-periode mendatang (Widhoyoko, 2017). Perusahaan tidak hanya beresiko mengalami arus kas operasional yang negatif tetapi juga kerugian operasional akibat piutang tak tertagih. Satyam melakukan manipulasi dengan cara membuat lebih dari 7.000 faktur penjualan palsu yang dilengkapi dengan lusinan laporan bank palsu yang menunjukkan pembayaran yang berasal dari penjualan palsu tersebut (Wells, 2017).

Contoh lainnya adalah “perusahaan Crazy Eddie melakukan manipulasi laba agar harga sahamnya dapat bergerak lebih tinggi, serta mencakup keterlibatan pembuatan dan penggelembungan inventaris palsu dalam pembukuan, dan pengurangan utang usaha guna mencapai peningkatan keuntungan. Terakhir, McKesson dan Robbins yang melakukan manipulasi dengan cara melibatkan penggelembungan inventaris, pesanan pembelian fiktif, serta penggelapan uang tunai dari penjualan perusahaan” (Dollarhide, 2022).

4.4.3.2 *Leverage terhadap Actual Return*

Koefisien regresi variabel *Leverage* dengan besaran $-0,201$, t_{hitung} dengan besaran $-1,741$ dan $p\text{-value}$ (Sig.) $0,084$. Nilai t_{tabel} pada $\alpha 0,05$ (Uji t dijalankan dengan 2 sisi (*2-tailed*)). t_{tabel} didapat dari $df = n - 4 = 120 - 5 = 115$ yaitu $1,98$. Dengan $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $p\text{-value} < 0,10$, maka sesuai dengan batas tersebut dapat dikatakan bahwasanya hipotesis kedua diterima. Sehingga terdapat pengaruh variabel *leverage* terhadap variabel *actual return* secara signifikan.

Leverage merupakan rasio yang menjelaskan struktur perbandingan antara dua elemen penyusun harta perusahaan yaitu hutang dan modal (Weygandt et al., (2021)). Berdasarkan rasio ini, dapat diasumsikan bahwa, semakin tinggi hutang dibandingkan modal (dalam hal elemen penyusun harta), maka dana yang harus disiapkan oleh perusahaan untuk dialokasikan pada pembayaran utang akan semakin tinggi. Hal ini terjadi atas suatu pertimbangan, dimana perusahaan diwajibkan membayar *interest* dan *principal* yang muncul atas aktifitas pembiayaan (Hull, 2015).

Menurut Smart et al. (2016) dibandingkan dengan pembayaran *dividend* yang keputusannya terjadi pada masa Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang secara situasional dikendalikan oleh pemilik mayoritas, maka semakin besarnya jumlah utang perusahaan dibandingkan modal akan cenderung lebih memprioritaskan pembayaran hutang (yang sifatnya mengikat) dibandingkan dengan pengembalian investasi saham. Sehingga, dapat dikatakan bahwa, “makin besarnya *debt to equity ratio*, maka mencerminkan makin besarnya pula beban perusahaan pada pihak luar, termasuk dalam bentuk pokok ataupun bunga pinjaman” (Widhoyoko, 2021).

Alasan yang kedua adalah terkait motif lain perusahaan dalam hal pengajuan pembiayaan via kreditur perbankan pada konteks performa operasional perusahaan. Ketika perusahaan memilih untuk meningkatkan kapasitas harta operasionalnya melalui hutang, performa perusahaan dalam peningkatan performa bisnisnya patut dipertanyakan. Kebutuhan perusahaan terhadap hutang merupakan salah satu indikasi ketidakmampuan perusahaan dalam menopang kegiatan operasionalnya sendiri (Mariani et al, 2016).

Peningkatan tanggungan perusahaan juga berarti bahwa perusahaan harus mengeluarkan sebagian penghasilannya untuk membayar hutang jangka panjangnya. Akibatnya, tindakan operasi perusahaan akan menyebabkan turunnya tingkat laba ditahan. Maka dari itu, hal tersebut tentunya berdampak pada pengembalian saham karena laba yang dihasilkan diperlukan atau diprioritaskan untuk memenuhi kewajibannya terlebih dahulu. Penelitian Soejoto (2001) dan Gilang (2012) juga mendukung temuan penelitian ini, yang menunjukkan bahwasanya beban yang lebih besar pada sebuah bisnis menyebabkan kinerjanya menjadi lebih buruk, yang pada gilirannya menyebabkan harga saham perusahaan turun di pasar modal, yang pada gilirannya mengakibatkan penurunan *return*.

4.4.3.3 PBV terhadap *Actual Return*

Koefisien regresi variabel PBV dengan besaran 0,096, t_{hitung} dengan besaran 1,005 dan *p-value* (Sig.) 0,317. Nilai t_{tabel} pada alpha 0,05 (Uji t dijalankan dengan 2 sisi (*2-tailed*)). t_{tabel} didapat dari $df = n - 4 = 120 - 5 = 115$ yaitu 1,98. Dengan $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan *p-value* $> 0,10$, maka sesuai dengan batas tersebut dapat ditarik simpulan bahwasanya hipotesis ketiga ditolak. Sehingga PBV tidak memiliki pengaruh terhadap variabel *actual return*.

PBV mengacu kepada perbandingan antara harga pasar suatu saham dan nilai bukunya. PBV suatu perusahaan mencerminkan prospek performa operasional di masa mendatang yang mana akan memiliki pengaruh yang linier terhadap tingkat pengembalian investasi (Tandelilin, 2010). Secara teori, perusahaan dengan kinerja yang kuat biasanya menunjukkan rasio PBV melebihi satu (lebih tinggi dari 1). Semakin tinggi rasio PBV menandakan semakin besarnya harga saham, sehingga mengindikasikan bahwa investor mempunyai penilaian yang lebih baik terhadap perusahaan. Menurut Widhoyoko (2021), ketika harga pasar suatu saham naik, maka *capital gain* yang mengacu pada *return* sebenarnya dari saham tersebut juga akan meningkat.

Berdasarkan data di atas, terlihat bahwa variabel PBV tidak memberikan pengaruh apapun terhadap *actual return*. Fenomena ini bisa saja terjadi salah satunya karena faktor manipulasi yang dilakukan melalui penggelembungan asset, sehingga PBV yang diukur melalui ekuitas menjadi meningkat dan menandakan

kinerja perusahaan baik adanya. Laporan keuangan yang telah dimanipulasi tidak mampu menjelaskan keadaan perusahaan yang sesungguhnya sehingga hal ini tidak akan relevan dengan PBV. Pada akhirnya, laporan keuangan tidak bisa menjadi sinyal yang baik untuk memprediksi *return* kedepannya (Widhoyoko, 2021).

Nilai pasar saham suatu perusahaan akan turun ketika penawaran saham meningkat dan permintaan saham menurun. Jika nilai pasar saham lebih kecil dari nilai buku suatu perusahaan, maka investor akan menganggap perusahaan tersebut memiliki nilai yang lebih rendah. Hal ini akan memiliki dampak negatif bagi harga saham perusahaan, karena menurunnya persepsi investor akan berdampak langsung pada harga saham. Selain itu, bentuk efisiensi pasar modal Indonesia masih lemah (Hartono, 2018).

Maka dari itu, nilai-nilai sebelumnya tidak dapat dijadikan prediksi untuk harga saat ini. Hasil tersebut sejalan dengan Renna dan Josephine (2013), yang menemukan bahwa PBV tidak mempengaruhi *return* saham. Tryfino (2009), menyatakan bahwa ukuran yang diukur dari rasio PBV tidak dapat didefinisikan sebagai mahal atau tidak, karena ini bergantung pada ekspektasi dan kinerja bisnis.

4.4.3.4 Firm Size Terhadap Actual Return

Pada hasil pengujian parsial (uji t) yang sudah dijalankan menunjukkan koefisien regresi variabel *firm size* dengan besaran -0,056, t_{hitung} dengan besaran -0,551 dan *p-value* (Sig.) 0,583. Nilai t_{tabel} pada alpha 0,05 (Uji t dijalankan dengan 2 sisi (*2-tailed*)). t_{tabel} didapat dari $df = n - 4 = 120 - 5 = 115$ yaitu 1,98. Dengan $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan *p-value* > 0,10, sehingga dapat ditarik simpulan bahwasanya hipotesis pertama ditolak. Ini berarti variabel *firm size* tidak memiliki pengaruh terhadap variabel *actual return*.

Ukuran perusahaan merupakan skala yang diukur menggunakan total aset, di mana perusahaan yang lebih besar seharusnya lebih memiliki sumber dana pembiayaan investasi yang muncul dari naiknya proposi laba. Dengan kata lain, pengembalian saham perusahaan dengan ukuran relatif besar (berdasarkan aset) akan lebih menguntungkan dibanding perusahaan yang berskala relatif kecil (Jogiyanto, 2015). Dalam kajian investasi, kecenderungan investasi kepada saham-saham perusahaan besar tidaklah dikategorikan sebagai investasi yang spekulatif.

Dalam beberapa kajian, tipe investasi ini bahkan dikategorikan sebagai investasi jangka panjang yang mana, ekspektasi investor terhadap kestabilan performa perusahaan dalam menghasilkan keuntungan merupakan salah satu alasan kuat dalam berinvestasi. Selain meminimalisir resiko investasi pada saham yang fluktuatif, hal ini juga bertujuan untuk mendapatkan keuntungan investasi yang konstan pada setiap periode (Setiyono dan Amanah, 2016).

Menurut Widhoyoko (2021) terlepas dari tidak signifikannya *firm size* terhadap *actual return* secara singkat dapat dimaknain bahwa kenaikan ukuran perusahaan tidak sejalan dengan *return* saham. Hal tersebut diakibatkan beberapa hal diantaranya yaitu, dari sisi investor yang tidak mempertimbangkan volume aset sebagai asas dasar investasi yang berujung kepada ekspektasi deviden. Pertumbuhan perusahaan seharusnya bukan hanya dilihat dari besar kecilnya laba operasional, melainkan proposi laba ditahan yang akan menambah volume ekuitas perusahaan (Widhoyoko, 2021). Dalam hal tata kelola aset, bahwa aset yang dimiliki suatu perusahaan tidak dapat menghasilkan keuntungan yang signifikan jika tidak dikelola dengan baik untuk keperluan operasional. Putra dan Dana (2016) dan Raningsih dan Putra (2015) juga menyatakan hal serupa.

Menurut Widhoyoko (2017), dalam konteks manipulasi laba yang menjadi fokus pembahasan penelitian ini, “ukuran perusahaan yang didasarkan pada volume aset dapat menjadi pengukuran yang bias”. Hal ini dikarenakan keterkaitan antara *firm size* dengan *actual return* yang negatif tentunya disebabkan oleh beberapa faktor, yang dimana salah satunya yaitu peluang terjadinya kecurangan. “*Firm size* dicerminkan dari total aset suatu perusahaan, sehingga makin besar asetnya berakibat makin besarnya ukuran perusahaan itu” (Widhoyoko, 2017). Dalam praktiknya, salah satu cara meningkatkan *firm size* dapat dilakukan dengan manipulasi laba melalui meningkatkan penjualan yang tidak sesungguhnya. Dengan adanya nilai penjualan palsu yang dicatat, maka akan mempengaruhi naiknya akun ataupun piutang yang sesungguhnya tidak terjadi. Selain itu, menipulasi penjualan juga beresiko meningkatkan beban piutang tidak tertagih pada periode pembukuan dimasa yang akan datang (Azizah dan Asrori, 2022).

Semakin besarnya profit dan ekuitas perusahaan, maka secara naluri akan berdampak pada tingginya ekspektasi investor terhadap *actual return*. Terlebih lagi,

dengan kondisi perusahaan yang terlihat baik, investor tentunya akan berekspektasi lebih. Namun, atas akibat dari manipulasi laba yang tidak menghasilkan kas, maka perusahaan tidak memiliki kemampuan untuk memberikan *actual return*. Prasetyo (2014) menyatakan bahwa ukuran perusahaan menunjukkan lebih besarnya peluang untuk menghasilkan laba yang lebih besar. Selain itu, Pasetyo (2014) menemukan bahwa perusahaan yang dianggap besar dan diproksikan dengan jumlah aset yang mereka miliki cenderung memiliki tingkat kecurangan yang lebih tinggi. Jika melihat kembali pada pembahasan M-Score di atas, semakin besar peluang perusahaan melakukan manipulasi laba, maka semakin rendah *actual return*. Sehingga dapat ditarik simpulan bahwasanya ukuran perusahaan yang semakin besar belum tentu dapat memberikan *actual return* yang besar.

