Bisma Jurnal Bisnis dan Manajemen
Vol. 6, No. 1 Januari 2012
Hal. 13 - 33

KINERJA FINANSIAL DAN KESEMPATAN INVESTASI PERUSAHAAN BERTUMBUH DAN TIDAK BERTUMBUH

Novi Puspitasari
Fakultas Ekonomi Universitas Jember
vie_salva@yahoo.co.id

Abstract: *The purpose of this study are : (1) to analyze the influence of financial performance against IOS of growing company and ungrowing company, (2) to analyze the influence of the financial performance of the IOS of growing in crisis and recovery crisis, (3) to analyze influence the financial performance of ungrowing companies on IOS in crisis and post crisis period.This study uses the paradigm of positive quantitative analysis by using common factor analysis (CFA) and multiple regression analysis. The first results show that there are differences in the influence of financial performance against IOS of growing and ungrowing companies. The second result shows that there are differeness influence of financial performance of growing company IOS in crisis and post-crisis conditions. And the third results found that there is no significant differences influence the financial performance of ungrowing companies IOS on the crisis and post-crisis period.*

Keywords: *IOS, financial performance, crisis, post crisis, growing, ungrowing*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan: (1) menganalisis pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh; (2) menganalisis pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh pada saat kondisi krisis dan kondisi *recovery* setelah krisis; (3) menganalsis pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan tidak bertumbuh pada saat kondisi krisis dan kondisi *recovery* setelah krisis. Penelitian ini menggunakan paradigma kuantitatif positif dengan alat analisis *common factor analysis (CFA)* dan analisis regresi berganda. Hasil penelitian pertama menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. Hasil kedua menunjukkan adanya perbedaan pengaruh kinerja finansial tehadap IOS untuk perusahaan bertumbuh pada kondisi krisis dan kondisi pasca krisis. Dan hasil penelitian ketiga tidak ditemukan perbedaan signifikan pengaruh kinerja finansial terhadap IOS pada perusahaan tidak bertumbuh periode krisis dan pasca krisis.

Kata kunci: IOS, kinerja finansial, krisis, pasca krisis, perusahaan bertumbuh, perusahaan tidak bertumbuh.

Pendahuluan

Setiap perusahaan sering terjadi konflik yang disebabkan adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan. Menurut Jensen (1986), penyebab konflik ini berhubungan dengan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Kepentingan yang berbeda antara manajer dan pemegang saham dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan yang diputuskan manajer dan nilai perusahaan pada jangka panjang. Salah satu aspek yang harus diperhatikan dalam jangka panjang oleh manajer dan pemilik perusahaan adalah bagaimana menyikapi peluang investasi yang ada. Set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) menunjukkan investasi perusahaan atau opsi

pertumbuhan. Nilai opsi pertumbuhan tersebut tergantung pada keputusan pembiayaan (*discretionary expenditure)* manajer (Myers, 1977).

Prospek perusahaan yang baik akan tercermin dengan banyaknya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi pembayaran dividen. Perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, agar meningkatkan proporsi *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi. Sebaliknya perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi untuk dan menurunkan *retained earning*.

Kondisi yang berbeda akan sangat mempengaruhi manajer perusahaan dalam menentukan sumber dana yang akan digunakan untuk merealisasikan atau mendanai peluang investasinya. Misalnya, apakah perusahaan menggunakan sumber dana internal dari laba ditahan atau sumber dana eksternal dari hutang, sehingga keputusan investasi, kebijakan hutang (*financial leverage*), dan kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) perusahaan adalah saling terkait satu sama lain.

Krisis ekonomi pernah terjadi di Indonesia dan hampir sebagian besar negara-negara berkembang yaitu pada tahun 1997 sampai dengan tahun 1999. Masa tersebut adalah masa sulit karena banyak perusahaan-perusahaan yang stagnan bahkan dilikuidasi. Pada kondisi krisis tersebut kurs mata uang rupiah (Rp) melemah dan sangat fluktuatif sehingga sulit diprediksikan, kurs mata uang dinilai *overvalued*, inflasi dan suku bunga meningkat tajam, dan akhirnya sektor-sektor riil tidak mampu membiayai operasionalnya sehingga banyak perusahaan gulung tikar. Pada kondisi ini saham menjadi tidak menarik karena, selain *return* lebih kecil dari yang diharapkan, alternatif peluang investasi berpenghasilan tetap lebih menarik. Kelesuan perekonomian ini tidak hanya dirasakan oleh Indonesia saja, tetapi hampir seluruh negara di Asia Tenggara turut terkena krisis.

Pada tahun 2000 sampai dengan 2003 dianggap suatu kondisi tahun *recovery* setelah krisis. Indikator-indikator ekonomi Indonesia pada tahun tersebut mulai menunjukkan pertumbuhan yang signifikan dan banyak perusahaan-perusahaan yang memulai lagi usahanya. Nilai tukar Rupiah terhadap dolar meskipun masih tinggi, besarannya menunjukkan kestabilan, suku bunga bank relatif rendah dan mendekati stabil, pasar saham mulai menunjukkan aktifitasnya, dan transaksi serta kapitalisasi pasar meningkat. Sektor-sektor riil mulai bermunculan. Pertanyaan yang menarik untuk dijawab adalah apakah ada perbedaan pola pertumbuhan perusahaan antara sebelum dan sesudah krisis ekonomi dan faktor-faktor apa yang menentukan pertumbuhan tersebut. Oleh karena itu menjadi menarik untuk diteliti apakah perilaku manajer pada saat kondisi krisis dan kondisi pasca krisis adalah berbeda. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran perusahaan-perusahaan yang mampu bertahan pada saat krisis terkait dengan kinerja finansial dan kesempatan investasi.

Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih cenderung tidak menambah utang karena masalah *underinvestment* dan *asset-subtitution.* Dalam masalah ini, manajer lebih cenderung melakukan investasi pada proyek yang memiliki *net present value positif*, yang dapat meningkatkan nilai perusahan karena *debtholders* merupakan pihak yang memiliki klaim yang pertama terhadap aliran kas yang diperoleh dari proyek tersebut. Selanjutnya dengan menambah utang, aktiva yag dimiliki digunakan sebagai jaminan. Masalah *asset-subtitution* terjadi saat manajer yang *opportunistic* mengganti *higher variance assets* dengan *lower variance asset*, sekali utang atau obligasi dikeluarkan. Pada perusahaan yang memiliki *asset in place* yang tinggi, masalah ini tidak terjadi karena aktiva

berupa aktiva tetap dan relatif lebih mudah diawasi (Gul,1999). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk meningkatkan *leverage*.

Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen dinyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan membayar dividen lebih sedikit daripada perusahaan yang tidak bertumbuh, karena dana tersebut digunakan untuk reinvestasi. Gul (1999), Jaggi *and* Gul (1999), Kallapur *and* Trombley (2001), dan Jones *and* Sharma (2001) menemukan bukti yang mendukung pernyataan tersebut. Hubungan antara profitabilitas dan IOS adalah positif, yang artinya semakin tinggi profitabilitas makin tinggi pertumbuhan perusahaan (AlNajjar *and* Belkaoui, 2001). Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Dengan demikian pertanyaannya seharusnya adalah kapan (artinya, dalam keadaan seperti apa) laba akan dibagikan dan kapan akan ditahan, dengan tetap memperhatikan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Permasalahan kadang menjadi nampak rumit karena adanya alternatif pendanaan dari luar. Dengan demikian dimungkinkan membagi laba sebagai dividen, dan pada saat yang sama menerbitkan saham baru. Ataukah lebih baik tidak membagi dividen dan juga tidak menerbitkan saham baru. Masalah lain adalah bahwa perusahaan bisa membagikan dividen bukan dalam bentuk uang tunai tetapi dalam bentuk saham (dikenal sebagai *stock dividend*) atau membeli kembali (sebagian) saham (dikenal dengan *repurchase of stocks*) (Husnan dan Pujiastuti, 1994:107).

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk membayar dividen lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan supaya tidak ditanamkan dalam proyek dengan *net present value* yang negatif (Jensen, 1986). Sementara untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dividen yang dibayar lebih kecil karena akan diinvestasikan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Gul, 1999). Dengan demikian hubungan antara IOS dan *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah negatif.

Hubungan antara risiko dan IOS berbanding terbalik. Menurut Myers (1977) perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi tidak menyukai pembiayaan yang akan meningkatkan *leverage* mereka, karena peningkatan *leverage* akan meningkatkan risiko bagi perusahaan untuk dinyatakan bangkrut oleh *debtholders*. Jika tidak bisa membayar utang tersebut. AlNajjar *and* Belkaoui (2001) menyatakan bahwa hubungan antara kesempatan pertumbuhan dan risiko tergantung pada definisi pertumbuhan tersebut. Jika pertumbuhan didefinisikan sebagai ekspansi atau perluasan usaha maka hubungan pertumbuhan dengan *systematic risk* adalah negatif (AlNajjar *and* Belkaoui, 2001). Jika definisi pertumbuhan sebagai kekuatan monopoli dalam faktor dan atau *output* pasar sehingga menghasilkan rantai ekonomi yang lebih besar juga akan menghasilkan hubungan negatif dengan s*ystematic risk*.

Hubungan antara IOS dan profitabilitas adalah positif. Profitabilitas yang tinggi merupakan indikasi bahwa perusahaan akan memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih besar di masa yang akan datang, sedangkan pertumbuhan perusahaan tersebut berkaitan langsung dengan kesempatan investasi yang dimanfaatkan perusahaan. Hal ini didukung oleh pendapat Myers (1977) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan sebagai kombinasi *income generating assets-in-place* dan *growth opportunities*. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan (AlNajjar *and* Belkaoui, 2001). Berdasarkan uraian di atas maka dirumuskan hipotesis bahwa hubungan antara IOS dan profitabilitas adalah positif.

IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi. Oleh karena itu, diperlukan proksi (Hartono, 2000:117). Kallapur *and* Trombley (2001) menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian. Proksi IOS itu sendiri bervariasi bentuknya dan dapat diklasifikasikan dalam empat tipe (Kallapur *and* Trombley, 2001) yaitu: a) Proksi yang berbasis pada harga (*price based proxies*), b) Proksi yang berbasis pada investasi (*investment-based proxies*), c) Proksi yang berbasis pada varian (*variance measures*) dan, d) Pengukuran gabungan dari IOS (*composite measures*).

IOS berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi yang didasari pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan-perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*). IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio yang telah digunakan dalam beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar adalah: *Market to book value of equity, book to market value of assets, Tobin's Q, earning to price ratio, ratio of property; plant, dan equipment to firm value, ratio of depreciation to firm value, market value of equity plus book value of debt*, *devidend yield*, r*eturn on equity*, dan *non-interest revenue to total revenue*.

Proksi kedua adalah proksi IOS yang berbasis investasi. Berbentuk suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap. Atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio yang telah digunakan dalam penelitian yang berkaitan dengan proksi investasi tersebut diantaranya adalah *the ratio of research and development to assets, ratio of capital expenditure to firm value*, i*nvestment intensity*, r*atio of capital expenditure to book value of assets*, i*nvestment to sales ratio*, *rasio capital addition to assets book value*, i*nvestment to earnings ratio*, dan *log of firm.*

Proksi ketiga adalah proksi pengukuran varian yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang digunakan dalam beberapa penelitian diantaranya dalah *variance of return, assets BETAs*, dan *the variance of assets deflated sales*

Proksi keempat adalah proksi IOS yang merupakan gabungan dari beberapa rasio atau menggunakan pendekatan pengukuran komposit, yaitu menggabungkan beberapa rasio sehingga membentuk suatu ukuran baru sebagai proksi IOS. Pendekatan yang dapat digunakan dalam pengukuran komposit tersebut adalah dengan menggunakan Analisis Faktor untuk membentuk suatu variabel komposit yang dapat dikembangkan dan diuji lebih lanjut. Hal ini dilakukan karena IOS bersifat *unobservable* (Gaver *and* Gaver, 1995a). IOS kurang tepat bila diproksi dari satu ukuran empiris tunggal saja, sehingga dibutuhkan proksi-proksi yang merupakan proksi komposit (Gaver *and* Gaver 1995b). Selain itu, dengan menggunakan pendekatan proksi komposit akan dapat mengurangi kesalahan pengukuran yang secara inheren melekat dalam variabel tunggal untuk proksi IOS (Kallapur *and* Trombley, 2001). Pendekatan analisis IOS dengan menggunakan pengukuran komposit telah dilakukan oleh sejumlah peneliti, misalnya Gaver *and* Gaver (1993a), AlNajjar *and* Belkaoui (2001), dan Jones *and* Sharma (2001).

Proksi untuk mengggambarkan ukuran IOS suatu perusahaan adalah beragam sehingga memungkinkan beberapa peneliti menggunakan beragam rasio sebagai proksi IOS. Hal ini terjadi karena IOS bersifat *unobservable* (Gaver *and* Gaver, 1993b). Pendekatan yang dipakai oleh beberapa peneliti sebagian besar menggunakan ukuran variabel rasio-rasio dalam bentuk *single ratio*. Namun demikian, beberapa peneliti lainnya menggunakan pendekatan pengukuran komposit atau gabungan yang dianggap lebih baik dalam mengukur variabel IOS. Oleh karena itu dalam penelitian ini menggunakan pendekatan pengukuran komposit, yaitu menggabungkan lima variabel proksi IOS yang banyak dipakai oleh para peneliti sebelumnya. Kelima proksi IOS yang dimaksud adalah: (1) *Market to book value of equity*, (2) *Market to book value of assets, (3) Earnings to price ratio*, (4) *Ratio of capital expenditure to book value of assets* dan, (5) *Ratio of capital expenditure to market value of assets*. Proksi ukuran gabungan akan dapat mengurangi kesalahan dalam pengukuran, karena dengan menggunakan proksi tunggal dikhawatirkan akan mengakibatkan *measurement* dan *classification error* karena IOS tidak dapat diamati dan diukur dengan proksi tunggal saja.

Sejumlah penelitian sudah dilakukan untuk menguji pengaruh antara IOS, kebijakan hutang dan dividen perusahaan (misalnya Gul, 1999; Jaggi *and* Gul 1999; Kallapur *and* Trombley, 2001; Jones *and* Sharma, 2001), antara IOS dan kebijakan akuntansi perusahaan (Skinner, 1993), IOS dan dewan direktur yang independen (Hossain *et al*, 2000). Menurut penelitian-penelitian tersebut perusahaan yang bertumbuh, yaitu perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi, akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada hutang. Hal ini dapat terjadi misalnya jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut (Myers, 1977).

Cahan *and* Hossain (1996) menunjukkan bahwa manajer-manajer perusahaan yang memiliki IOS tinggi lebih termotivasi untuk mengungkapkan lebih banyak informasi yang berkaitan dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini karena manajer tersebut berkomitmen terhadap hal-hal tertentu dan membatasi pertimbangan manajerial di masa yang akan datang berkaitan dengan aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan.

Gul (1999) menunjukkan bahwa IOS berhubungan negatif dengan hutang dan dividen, yaitu perusahaan dengan IOS tinggi akan membayar dividen lebih sedikit dan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah. *Size* berhubungan positif dengan hutang sedangkan profitabilitas berhubungan negatif dengan hutang. Hubungan antara dividen dan *size* negatif. Hal ini bertentangan dengan penelitian Gaver *and* Gaver (1995a) sedangkan dividen dan profitabilitas berhubungan positif.

AlNajjar *and* Belkaoui (2001) melakukan studi bertujuan untuk menentukan model umum antara peluang petumbuhan perusahaan dengan kombinasi reputasi perusahaan, multinasionalitas, *size*, profitabilitas dan keterbatasan perusahaan yaitu variabel *leverage* dan risiko sitematik, dengan sampel perusahaan-perusahaan multinasional di Amerika. Proksi IOS yang digunakan adalah menggunakan proksi gabungan yang teriri dari tiga proksi IOS, yaitu *Market to book assets* (MASS), *market to book entity* (MQV) and *earnings/price ratio* (EP). Hasil penelitian terbukti bahwa peluang pertumbuhan yang diukur dengan IOS berhubungan positif dengan reputasi perusahaan, multinasionalitas, *size,* dan profitabilitas, sedangkan variabel IOS berhubungan negatif dengan *leverage* dan risiko sistematis.

Hasil dari beberapa penelitian terdahulu menunjukkan inkonsistensi. Myers (1977) dan Jensen (1986) menemukan hasil bahwa peluang investasi berhubungan negatif dengan *financial*

leverage, tetapi Baskin (1989) menemukan hasil yang berbeda yaitu peluang investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*. Melihat fenomena tersebut di atas maka hubungan antara peluang investasi dan *financial leverage* menjadi menarik untuk dibuktikan secara empiris, pendapat peneliti mana yang lebih tepat dan konsisten.

Berdasarkan uraian di atas dan penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini dimaksudkan untuk: (1) menganalisis pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh; (2) menganalisis pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh pada saat kondisi krisis dan kondisi *recovery* setelah krisis; (3) menganalsis pengaruh kinerja finansial terhadap IOS untuk perusahaan tidak bertumbuh pada saat kondisi krisis dan kondisi *recovery* setelah krisis. Kinerja finansial yang dimaksud meliputi: *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas. Berdasarkan tujuan penelitian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

H_1 : Terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh.

H_2: Terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh pada kondisi krisis dan kondisi pasca krisis

H_3: Terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan tidak bertumbuh pada kondisi krisis dan pasca krisis

Metodologi

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk periode tahun 1997 sampai dengan tahun 2002. Penetapan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria:

a. Perusahaan yang secara konsisten *listing* di BEJ dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2002. Hal ini terkait dengan tujuan observasi yaitu melihat perbedaan relevansi perusahaan pada periode krisis dan pasca krisis.
b. Memenuhi kriteria pengelompokan sebagai perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi dan dengan tingkat pertumbuhan rendah. Kriteria ini ditetapkan agar nampak jelas perbedaan hasil analisis antara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

Penentuan sampel penelitian disesuaikan dengan tujuan penelitian sehingga dibagi dalam tiga kelompok sampel. Observasi pertama adalah sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh, observasi kedua adalah kelompok perusahaan bertumbuh, dan observasi ketiga adalah kelompok perusahaan tidak bertumbuh.

Data yang digunakan adalah data sekunder yang berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1997-2002, *database* yang tersedia di Fakultas Ekonomi Universitas Jember dan Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan yang dipublikasikan di BEJ. Penelitian ini menggunakan *pooled data,* yaitu gabungan antara data *cross section* dan data *time series* yang dikumpulkan selama periode 1997-2002.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah IOS. Proksi IOS diukur dengan menggunakan pendekatan pengukuran komposit. Penelitian ini menggabungkan lima variabel proksi IOS yang banyak dipakai oleh para peneliti sebelumnya yaitu:

a. $$\text{Market to book value of equity (MBVE)} = \frac{\text{jumlah saham beredar x harga penutupan saham}}{\text{total ekuitas}} \quad (1)$$

b. $$\text{Market to book value of assets (MBVA)} = \frac{\text{jumlah saham beredar x harga penutupan saham}}{\text{total assets}} \quad (2)$$

c. $$\textbf{Earning to price ratio (EPR)} = \frac{\textbf{laba per lembar saham}}{\textbf{closing price}} \quad (3)$$

d. $$\text{Ratio of capital expenditure to firm value (CAPFVA)} = \frac{\text{nilai buku aktiva tetap}_t \text{ x nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{total assets}} \quad (4)$$

e. $$\text{Ratio of capital expenditure to book value of assets (CAPBVA)} = (\text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1} - \text{Nilai buku aktiva te} \quad (5)$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Financial leverage*, *Dividend*, *Systematic risk,* Profitabilitas dan variabel *Dummy* yang bernilai nol dan satu untuk mengakomodasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh serta periode kondisi krisis dan pasca krisis.

a. *Financial Leverage*
Kebijakan hutang (*financial leverage*) diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER).

$$DER = \frac{total\ debt}{market\ value\ of\ the\ firm} \quad (6)$$

b. *Dividend*
Kebijakan dividen, diukur dengan DPR, dengan formula sebagai berikut:

$$DPR = \frac{dividend\ per\ share}{earning\ per\ share} \quad (7)$$

c. *Systematic risk*
Systematic risk diukur dengan *BETA* yang telah dihitung serta diterbitkan oleh BEJ yaitu *BETA* koreksi.

d. Profitabilitas
Profitabilitas diukur dengan *Return On Asset* (ROA) dengan formula sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EBIT}{total\ assets} \quad (8)$$

e. IOS Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh
Kategori perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dilakukan berdasarkan nilai IOS-nya dengan menggunakan analisis faktor atau *common factor analysis* (Gaver *and* Gaver, 1995b). Indeks *faktor score* yang diperoleh kemudian diurut dari yang tertinggi sampai ke yang terendah. 40% *factor score* yang tertinggi merupakan perusahaan yang bertumbuh, 40% *factor score* yang terendah merupakan perusahaan tidak bertumbuh. Sampel indeks

factor score yang terletak di tengah (20%) dihilangkan karena dianggap tidak ekstrim mencerminkan kriteria perusahaan bertumbuh atau tidak bertumbuh. Berikutnya notasi variabel yang digunakan adalah *dummy*1 dengan nilai satu untuk perusahaan bertumbuh dan nilai nol untuk perusahaan tidak bertumbuh.

f. Periode Krisis dan Pasca Krisis

Mengacu pada dasar referensi maka ditetapkan periode krisis mulai tahun 1997 sampai dengan 1999 dan periode pasca krisis dimulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Selanjutnya notasi variabel yang digunakan adalah variabel *dummy* yaitu *dummy*2 untuk observasi kedua perusahaan bertumbuh dan *dummy*3 untuk observasi ketiga perusahaan tidak bertumbuh.

Hasil dan Pembahasan

Sampel Penelitian

Perusahaan manufaktur yang *listed* di BEJ hingga akhir tahun 2002 berjumlah 158 perusahaan dan setelah diseleksi terpilih 106 perusahaan sabagai sampel. Proses pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 1. Penetapan kriteria pertama menyusutkan jumlah perusahaan yang terpilih menjadi 133 perusahaan. Selanjutnya, terdapat 27 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria kedua, sehingga sampel akhir penelitian sebanyak 106 perusahaan.

Tabel 1: Proses Pemilihan Sampel Perusahaan

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan Manufaktur yang *listed* di BEJ sampai dengan tahun 2002	158
2.	Dikurangi: Perusahaan yang tidak konsisten *listing* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2002	25
3.	Perusahaan yang secara konsisten *listing* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2002	133
4.	Dikurangi: Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria pengelompokan sebagai perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.	27
5.	Sampel penelitian	106

Sumber: ICMD 1997–2002, diolah.

Periode Krisis dan Pasca Krisis

Rekapitulasi indikator makro ekonomi tersebut dapat dilihat pada Tabel 2. Suku bunga deposito antar bank tahun 1996 sebesar 14,13% tetapi di tahun 1997 melonjak mencapai 30,52% dan pada tahun 1998 mengalami kenaikan lagi sampai menembus angka tertinggi dalam dunia perbankan nasional dalam dekade 10 tahun terakhir, yaitu sebesar 63,71%. Pada tahun 1999 suku bunga deposito antar bank meskipun mengalami penurunan sebesar 38,81%, menjadi 24,90% masih belum bisa dikatakan stabil karena belum mencapai pada kondisi normal seperti pada tahun 1996 sebesar 14,13%. Laju inflasi cukup tinggi di tahun 1997, yaitu sebesar 11,05%, dan di tahun 1998 meningkat lagi menjadi 77,63%. Pertumbuhan ekonomi yang secara implisit menunjukkan daya beli dari masyarakat mengalami penurunan pada tahun 1997 menjadi 4,9% dan turun lagi di tahun 1998 sampai pada level minus 19,4%. Pada tahun

1999 diperkirakan masih terjadi *impact* dari krisis ekonomi karena pertumbuhan ekonomi hanya mencapai 0,2%.

Tabel 2: Indikator Makro Ekonomi Indonesia

Tahun	Suku Bunga Deposito Antar Bank (%)	Nilai Tukar Dolar (Rp/$)	Indeks Nilai Tukar Nominal Rupiah thd Dolar	Laju Inflasi (%)	Pertumbuhan Ekonomi (%)
1994	9,87	2.200	76,73	9,24	7,5
1995	13,62	2.308	73,14	8,64	8,2
1996	14,13	2.383	70,84	6,47	7,8
1997	30,52	4.650	36,3	11,05	4,9
1998	63,71	8.025	111,53	77,63	-19,4
1999	24,90	7.100	126,06	2,01	0,2
2000	12,33	9.595	93,28	9,35	4,0
2001	16,22	10.400	86,06	12,55	3,3
2002	12,47	8.940	100,11	10,00	3,8

Sumber: Bank Indonesia 1997–2003, diolah.

Pada tahun 2000 suku bunga deposito antar bank dapat dikatakan berangsur-angsur kembali ke nilai normal sebesar 12,33% dan tahun 2001 sebesar 16,22% mengalami kenaikan sebesar 3,89%, dan turun lagi di tahun 2002 sebesar 3,75% menjadi 12,47%. Meskipun mulai tahun 2000 sampai dengan 2002 suku bunga deposito antar bank mengalami kenaikan dan penurunan kurang lebih 3%, dapat dikatakan bahwa pada periode tersebut lebih stabil dibandingkan dengan periode tahun 1997 sampai dengan tahun 1999.

Berdasarkan analisis tersebut, maka dapat dinyatakan bahwa periode krisis dimulai tahun 1997 sampai dengan tahun 1999, periode pasca krisis dimulai tahun 2000, berkenaan untuk menjaga keseimbangan dan kesetaraan jumlah data yang akan diobservasi untuk periode pasca krisis digunakan data tahun 2000 sampai dengan tahun 2002.

Analisis Perhitungan IOS

Proksi IOS diukur dengan menggunakan pendekatan pengukuran gabungan (*composite measures*). Dalam penelitian ini menggabungkan lima variabel proksi IOS yang banyak dipakai oleh para peneliti sebelumnya, yaitu *Market to book value of equity* (MBVE), *Market to book value of assets* (MBVA), *Earnings to price ratio* (EPR), *Ratio of capital expenditure to book value assets* (CAPBVA), *dan Ratio of capital expenditure of market value of asset* (CAPMVA). Tahap pertama adalah menghitung proksi IOS dari kelima variabel sesuai rumusnya masing-masing.

Berdasarkan analisis faktor pada tabel 3, *investment based proxies* yang dipilih sebagai representasi proksi komposit IOS karena memiliki tingkat nilai *communalities* lebih tinggi daripada *price based proxies*.

Tabel 3: Hasil *Common Factor Analysis* untuk Proksi IOS

A, *Communalities* dari lima variabel indikator

Variabel	MBVE	MBVA	EPR	CAPBVA	CAPMVA
Communalities	0,199	0,502	0,411	0,599	0,604
Jumlah total					2,315

B, *Eigenvalues* untuk pengurangan matriks korelasi

Faktor	1	2	3	4	5
Eigenvalues	1,231	1,084	0,986	0,921	0,777

C, Korelasi antar faktor dengan lima indikator

Indikator	MBVE	MBVA	EPR	CAPBVA	CAPMVA
Faktor 1 (*investment based proxies*)	- 0,145	- 0,219	- 0,008	0,757	0,768
Faktor 2 *(price based proxies)*	0,422	0,674	0,641	0,164	0,117

Keterangan:

MBVE: *Market to book value of equity,* MBVA: *Market to book value of assets,* EPR: *Earnings to price ratio,* CAPBVA: *Ratio of capital expenditure to book value assets,* CAPMVA: *Ratio of capital expenditure of market value of assets.*

Sumber: ICMD 1997-2002, *database* FE UNEJ, diolah

Pengelompokan Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh

Pengelompokan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh didasarkan pada nilai *mean* IOS-nya, dengan cara dilakukan pemeringkatan atau diurut dari yang tertinggi sampai yang terendah kemudian dikelompokkan sesuai dengan cara Gaver dan Gaver (1995b).

Pengelompokan sampel penelitian menurut tahun perusahaan dilakukan dengan menjumlahkan tahun masing-masing perusahan selama periode penelitian yaitu dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2002. Proses pengelompokan perusahaan sampel dalam tahun perusahaan dapat dilihat dalam Tabel 4.

Tabel 4: Pengelompokan Sampel Observasi dalam Tahun Perusahaan

Jenis Observasi	**Jumlah Perusahaan**	**Jumlah Tahun Perusahaan**
Observasi 1: seluruh sampel penelitian	106	636
Observasi 2: perusahaan bertumbuh	53	318
Observasi 3: perusahaan tidak bertumbuh	53	318

Sumber: data diolah.

Statistik deskriptif variabel penelitian untuk masing-masing observasi disajikan pada Tabel 5. Panel A menunjukkan perbedaan yang cukup mencolok antara kelompok perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh, yaitu pada nilai variabel DER dan DPR. Nilai maksimum variabel DER untuk perusahaan tidak bertumbuh sebesar 1.304,48% dan nilai minimumnya sebesar 0% dengan nilai *mean* sebesar 11,73% dan standar deviasinya sebesar 94,71%.

Tabel 5: Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian **(**%)

	Var. Inde-penden	**N**	***Min***	***Max***	***Mean***	***Standard Deviation***
Panel A: Observasi I						
***Dummy*1**						
0 (Tidak Bertumbuh)	DER	318	0,00	1.304,48	11,73	94,71
	DPR	318	0,00	718,35	20,04	68,59
	BETA	318	0,72	3,90	2,44	0,54
	ROA	318	-0,69	17,99	0,20	1,03
	IOS	318	-11,31	10,62	-0,26	1,14
1 (Bertumbuh)	DER	318	-4,32	132,79	4,57	11,67
	DPR	318	0,00	269,80	6,37	24,82
	BETA	318	0,45	4,01	2,47	0,62
	ROA	318	-0,14	7,95	0,10	0,45
	IOS	318	-1,73	13,82	0,26	1,01
Panel B: Observasi II Perusahaan Bertumbuh						
Dummy2						
0 (Krisis)	DER	159	-4,32	132,79	6,35	15,73
	DPR	159	0,00	269,80	8,12	31,21
	BETA	159	1,63	3,83	2,72	0,30
	ROA	159	0,00	7,95	0,14	0,63
	IOS	159	-1,73	13,82	0,51	1,31
1 (Pasca Krisis)	DER	159	0,00	26,15	2,80	4,39
	DPR	159	0,00	128,24	4,61	15,99
	BETA	159	0,45	4,01	2,22	0,74
	ROA	159	-0,14	0,31	0,05	0,07
	IOS	159	-0,72	3,89	0,01	0,45
Panel C: Observasi III Perusahaan Tidak Bertumbuh						
Dummy3						
0 (Krisis)	DER	159	0,00	1.304,48	15,24	105,87
	DPR	159	0,00	583,40	17,76	63,76
	BETA	159	1,84	3,48	2,67	0,27
	ROA	159	0,00	17,99	0,28	1,44
	IOS	159	-11,31	10,62	-0,24	1,52
1 (Pasca Krisis)	DER	159	0,00	1.037,98	8,21	82,25
	DPR	159	0,00	718,35	22,32	73,23
	BETA	159	0,72	3,90	2,22	0,64
	ROA	159	-0,69	0,82	0,11	0,16
	IOS	159	-4,82	0,83	-0,28	0,54

Sumber: data diolah.

Perusahaan yang bertumbuh nilai maksimumnya variabel DER sebesar 132,79% nilai minimumnya sebesar *minus* 4,32% dan nilai *mean* serta standar deviasinya berturut-turut adalah 4,57% dan 11,67%. Hal ini terlihat bahwa perusahaan yang bertumbuh rata-rata memiliki nilai DER yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Kejadian ini dimungkinkan karena perusahaan bertumbuh memiliki laba yang tinggi dan setiap kelebihan dana tersebut oleh perusahaan digunakan untuk pertumbuhannya dan untuk menghindari *risky*

debt. Perusahaan bertumbuh berusaha untuk memperkecil hutang, karena jika tingkat leverage perusahaan semakin tinggi, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan dinyatakan bangkrut oleh *debtholders,* apabila perusahaan tidak mampu membayar hutang-hutangnya. Alasan inilah yang menyebabkan perusahaan bertumbuh kebanyakan memperkecil tingkat *leverage*nya.

Variabel DPR terdapat perbedaan nilai antara perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. Pada perusahaan yang bertumbuh nilai *mean* sebesar 6,37% dengan standar deviasi sebesar 24,82 % sedangkan untuk perusahan yang tidak bertumbuh nilai *mean* sebesar 20,04% dengan standar deviasi sebesar 68,59%. Untuk nilai minimumnya, antara perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh adalah sama yaitu sebesar 0, tetapi untuk nilai maksimumnya berbeda cukup besar, yaitu untuk perusahaan bertumbuh tercatat sebesar 269,80% dan untuk perusahaan tidak bertumbuh sebesar 718,35. %

Nilai IOS untuk perusahaan tidak bertumbuh rata-rata bernilai negatif dan untuk perusahaan bertumbuh rata-rata bernilai positif. Dari Tabel 5 terlihat bahwa nilai rata-rata IOS perusahaan tidak bertumbuh sebesar –0,26% dengan standar deviasi sebesar 1,14% dan nilai maksimumnya sebesar 10,62% dengan nilai minimumnya sebesar –11,31%. Untuk perusahaan bertumbuh rata-rata nilai IOS sebesar 0,26% dengan standar deviasi sebesar 1,01% dan nilai maksimumnya sebesar 13,82% dengan nilai minimum sebesar –1,73%.

Panel B menunjukkan perusahaan bertumbuh rata-rata memiliki kinerja yang berbeda antara kondisi krisis dan pasca krisis. Pada perusahaan bertumbuh saat kondisi krisis nilai DER-nya rata-rata lebih tinggi daripada kondisi pasca krisis. DPR pada saat krisis rata-rata sebesar 8,12% dan pasca krisis sebesar 4,61% tampak bahwa pada kondisi krisis perusahaan bertumbuh memiliki nilai DPR yang lebih tinggi hampir 2 kali lipat daripada pasca krisis. Nilai rata-rata DPR yang cukup tinggi pada kondisi krisis diikuti oleh nilai *standard deviasi* yang tinggi juga sebesar 31,21% yaitu dua kali lipatnya dari kondisi pasca krisis. Hal ini menunjukkan bahwa variasi nilai DPR pada saat krisis lebih tinggi daripada pasca krisis. Begitu juga nilai rata-rata IOS perusahaan bertumbuh pada saat pasca krisis mengalami penurunan sebesar 0,50% dari 51% menjadi 1%.

Panel C menunjukkan perusahaan tidak bertumbuh rata-rata memiliki kinerja yang berbeda antara kondisi krisis dan pasca krisis. Pada perusahaan tidak bertumbuh saat kondisi krisis nilai DER-nya rata-rata lebih tinggi daripada kondisi pasca krisis. Hal ini dapat kita lihat pada Tabel 5 panel C. Nilai rata-rata DER pada kondisi krisis mencapai angka 15,24% dengan deviasi standar sebesar 105,87% dan nilai minimum sebesar 0 dengan nilai maksimum sebesar 1.304,48%. Pada kondisi pasca krisis nilai rata-rata DER sebesar 8,21% dengan deviasi standar sebesar 82,25% dan nilai minimum sebesar 0 dengan nilai maksimum sebesar 1.037,98%.

Variabel DPR pada saat krisis rata-ratanya sebesar 17,76% dan pasca krisis sebesar 22,32%. Tampak bahwa pada kondisi pasca krisis perusahaan bertumbuh mengalami kenaikan pada angka DPR sebesar 4,56%. Hal ini terjadi karena perusahaan yang tidak bertumbuh pada kondisi pasca krisis berusaha memperbaiki kinerjanya sehingga mendapatkan laba yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya yaitu pada saat krisis. Oleh karena labanya tinggi maka dividen yang yang dibagikan kepada pemegang saham lebih tinggi. Sehingga angka DPR pada periode pasca krisis mengalami kenaikan sebesar 4,56%. Untuk nilai deviasi standar DPR perusahaan tidak bertumbuh pada saat krisis sebesar 63,76% mengalami kenaikan pada periode pasca krisis menjadi 73,23% yang menunjukkan bahwa variasi DPR perusahaan tidak bertumbuh mengalami peningkatan setelah periode krisis. Nilai rata-rata IOS perusahaan tidak bertumbuh pada periode pasca krisis mengalami penurunan sebesar 0,98% dari 1,52% menjadi 0,54%.

Perbedaan Pengaruh Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh

Tabel 6 menyajikan hasil regresi linier berganda Model I**.** Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel independen (DER, DPR, BETA, ROA, *Dummy*1) secara simultan mempengaruhi variabel dependen, yaitu proksi komposit IOS. Hal ini dapat dilihat pada nilai F_{hitung} dari hasil regresi linier berganda pada Model I. Nilai F_{hitung} pada Model I memiliki probabilitas signifikan sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada α = 0,05.

Tabel 6: Hasil Regresi Linier Berganda Model I (n = 636)

Variabel	Koefisien Regresi	Standard Error	t_{hitung}	Sig.
Konstanta	-0,209	0,190	-1,098	0,273
Financial Leverage (DER)	-0,001	0,001	-2,182	0,030
Dividend (DPR)	-0,000	0,001	-0,465	0,642
Systematic Risk (BETA)	-0,011	0,073	-0,155	0,877
Profitabilitas (ROA)	-0,006	0,054	-0,108	0,914
Dummy1	0,508	0,086	5,903	0,000
R = 0,252			F_{hitung} = 8,574	
R^2 = 0,064			F_{sig} = 0,000	
Adjusted R = 0,056			α = 5%	

Sumber: data diolah

Hasil uji t pada Tabel 7 untuk variabel *dummy*1 diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 6,196 (ρ = 0,000). Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh sehingga menerima hipotesis pertama (H_1) bahwa terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. Penjelasan lebih detail lagi dari perbedaan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh akan tampak pada hasil analisis Model II dan Model III. Tabel 7 menyajikan hasil uji t untuk Model I, II, dan III.

Untuk menentukan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial berpengaruh positif atau negatif dalam Model I, maka dapat kita lihat dari koefisien parameter yang dihasilkan oleh Model I. Hasil dari analisa regresi Model I ini menunjukkan bahwa variabel independen yang berpengaruh signifikan adalah variabel DER dan *dummy*1. Variabel independen yang berpengaruh positif dengan IOS adalah variabel *dummy*1 dan *BETA*, sedangkan variabel DER, DPR dan ROA berpengaruh negatif terhadap IOS.

Variabel *dummy*1 berpengaruh signifikan dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa perbedaan kategori perusahaan, yaitu pada kategori bertumbuh dan tidak bertumbuh akan mempengaruhi nilai IOS. Pengaruh yang positif menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki rata-rata IOS yang lebih tinggi daripada perusahaan tidak bertumbuh. Oleh karena itu, perusahaan yang bertumbuh akan memiliki prospek yang lebih baik di masa yang akan datang, yang selanjutnya akan meningkatkan *value* dari perusahaan dan pada akhirnya akan mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham menjadi lebih baik.

Sementara itu, variabel DER berpengaruh signifikan dengan arah negatif. Artinya, jika nilai DER rendah akan mempengaruhi nilai IOS menjadi lebih tinggi, atau sebaliknya nilai DER yang tinggi akan mempengaruhi nilai IOS menjadi lebih rendah. Hal ini terjadi karena perusahaan bertumbuh cenderung memiliki tingkat hutang yang lebih kecil. Perusahaan lebih banyak menggunakan dana internal dalam mendanai kesempatan investasi yang ada. Pada perusahaan

tidak bertumbuh cenderung memiliki hutang yang besar karena kesempatan investasinya didanai dari hutang. Kebijakan untuk memperkecil hutang pada perusahaan bertumbuh bertujuan untuk memperkecil kemungkinan perusahaan diklaim *debtholders* jika tidak bisa membayar hutang. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Al Najjar *and* Belkaoui (2001), Gul (1999), Meyrs (1977) dan Jensen (1986).

Tabel 7: Hasil Uji t pada Model I, Model II dan Model III

Variabel	t_{hitung}	Sig.
Model I (seluruh n = 636)		
Financial Leverage (DER)	-3,053 **	0,002
Dividend (DPR)	-0,611 ts	0,542
Systematic Risk (BETA)	0,314 ts	0,753
Profitabilitas (ROA)	-0,147 ts	0,883
Dummy1	6,196 ***	0,000
Model II (Perusahaan Bertumbuh, n = 318)		
Financial Leverage (DER)	-2,278 **	0,023
Dividend (DPR)	-1,396 ts	0,164
Systematic Risk (BETA)	-2,005 **	0,046
Profitabilitas (ROA)	0,635 ts	0,526
Dummy2	-5.622 ***	0,000
Model III (Perusahaan Tidak Bertumbuh, n = 318)		
Financial Leverage (DER)	-2,816 **	0,005
Dividend (DPR)	-0,141 ts	0,888
Systematic Risk (BETA)	-0,573 ts	0,567
Profitabilitas (ROA)	-0,641 ts	0,522
Dummy3	-0,644 ts	0,520

Keterangan: * signifikan pada α = 10%; ** signifikan pada α = 5%; *** signifikan pada α = 1%; ts = tidak signifikan.
Sumber: data diolah

Variabel independen lainnya yaitu DPR, profitabilitas (ROA) dan *systematic risk* (BETA) tidak signifikan dalam mempengaruhi IOS. Jika DPR dan ROA berpengaruh negatif terhadap IOS lain halnya dengan BETA yang berpengaruh positif terhadap IOS. Pengaruh negatif DPR terhadap IOS. Artinya, jika nilai DPR turun maka nilai IOS perusahaan akan naik, begitu pula sebaliknya jika nilai DPR naik maka nilai IOS perusahaan akan turun. Hal ini dapat terjadi, karena beberapa indikasi antara lain adalah laba yang diperoleh perusahaan akan diinvestasikan kembali untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaannya sehingga *dividend* yang dibagikan kepada pemegang saham menjadi lebih kecil daripada perusahaan tidak mengalami pertumbuhan. hasil ini konsisten dengan penelitian Gul (1999). Kemudian pengaruh profitabilitas yang negatif terhadap IOS merupakan hasil penelitian yang langka dan berbeda dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang selalu menghasilkan pengaruh yang positif antara profitabilitas terhadap IOS. Meskipun pengaruh profitabilitas terhadap IOS tidak signifikan, tetapi koefisien parameter menunjukkan negatif, maka perlu ditelaah lebih detail lagi kenapa hal ini dapat terjadi. Kemungkinan pertama adalah dilihat dari sampel data yang digunakan dalam penelitian ini, sampel data yang digunakan antara tahun 1997 sampai dengan tahun 2000, dimana pada tahun 1997 perusahaan-perusahaan menunjukkan kinerja yang tidak stabil akibat dari pengaruh krisis ekonomi. Kedua jika secara detail nilai ROA diteliti, maka data ini menunjukkan bahwa nilai ROA rata-rata perusahaan bertumbuh lebih tinggi sebesar 0,10% daripada perusahaan tidak bertumbuh, tetapi untuk nilai deviasi standar ROA perusahaan tidak

bertumbuh lebih tinggi dari perusahaan bertumbuh. Artinya, variasi ROA untuk perusahaan tidak bertumbuh lebih besar daripada perusahaan bertumbuh. Meskipun besaran nilai ROA untuk perusahaan bertumbuh lebih kecil dari pada perusahaan tidak bertumbuh, kestabilan perusahaan bertumbuh dalam mencetak ROA lebih tinggi daripada perusahaan tidak bertumbuh.

Variabel BETA berpengaruh positif terhadap IOS dan tidak signifikan. Artinya, jika nilai BETA turun maka akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan menjadi turun, atau sebaliknya jika nilai BETA naik akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan menjadi lebih tinggi tetapi pengaruhnya tidak signifikan. Pengaruh positif antara BETA dan IOS adalah sejalan dengan *trade off theory* yang menyebutkan bahwa risiko yang tinggi akan mensyaratkan *return* yang tinggi, sebaliknya, risiko yang rendah akan mensyaratkan *return* yang rendah. Hasil ini mendukung penelitian dari Pagalung (2003) namun tidak konsisten dengan hasil penelitian AlNajjar *and* Belkoui (2001) yang menyatakan bahwa hubungan antara kesempatan pertumbuhan dan risiko adalah negatif.

Perbedaan Pengaruh Kondisi Krisis dan Pasca Krisis pada Perusahaan Bertumbuh

Tabel 8 menyajikan hasil regresi linier berganda Model II. Berdasarkan Tabel 8 diketahui bahwa variabel DER, DPR, BETA, ROA, *dummy2* secara simultan mempengaruhi variabel IOS. Hal ini dapat dilihat pada nilai F_{hitung} dari hasil regresi linier berganda pada Model II. Nilai F_{hitung} pada Model II memiliki probabilitas signifikan sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada α = 0,05.

Tabel 8: Hasil Regresi Linier Berganda Model II (n = 318)

Variabel	Koefisien Regresi	Standard Error	t_{hitung}	Sig.
Konstanta	1,121	0,276	4,065	0,000
Financial Leverage (DER)	-0,009	0,005	-1,902	0,058
Dividend (DPR)	-0,003	0,002	-1,309	0,191
Systematic Risk (BETA)	-0,197	0,097	-2,041	0,042
Profitabilitas (ROA)	0,063	0,121	0,517	0,606
Dummy2	-0,637	0,121	-5,270	0,000
R = 0,301			F_{hitung} =	6,231
R^2 = 0,091			F_{sig} =	0,000
Adjusted R^2 = 0,076			α =	5%

Sumber: data diolah

Berikutnya pengujian hipotesis kedua. Hasil uji t pada Tabel 7 untuk variabel *dummy2* diperoleh nilai t_{hitung} sebesar –5,622 (ρ = 0,000). Hasil ini menunjukkan untuk menerima H_2 bahwa terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh pada kondisi krisis dan kondisi pasca krisis. Koefisien parameter variabel *dummy2* adalah negatif yang menandakan bahwa perusahaan-perusahaan bertumbuh pada kondisi krisis memiliki IOS yang tinggi daripada saat pasca krisis dimana nilai IOS untuk perusahaan bertumbuh menurun. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi awal bahwa perusahaan yang terkena dampak krisis seharusnya memiliki nilai IOS lebih kecil. Indikasi ini dimungkinkan dampak krisis tidak secara langsung menurunkan nilai IOS pada perusahaan bertumbuh karena perusahaan betumbuh rata-rata memiliki stabilitas

kinerja yang bagus meskipun dalam kondisi krisis masih tetap *survive* dan mengangkat nilai IOS pada kondisi stabil. Tetapi, terjadinya penurunan nilai IOS pada saat pasca krisis perlu untuk ditelaah lebih mendalam.

Dalam penelitian ini IOS diproksikan dengan proksi komposit IOS yang merupakan skor faktor dari faktor1 (*investment based proxies*) yang berasal dari hasil analisa faktor kelima variabel asli IOS, yaitu EPR, MBVE, MBVA, CAPBVA, dan CAPMVA. Perlu diketahui bahwa *investment based proxies* tersebut merupakan representasi dari variabel CAPBVA dan CAPMVA. Perhitungan dari kedua variabel ini menggunakan selisih *fixed asset* tahun ini dan tahun sebelumnya. Perusahaan bertumbuh pada saat krisis berusaha *survive* dengan menambah asetnya tetapi begitu krisis sampai pada tahun ke tiga perusahaan-perusahaan bertumbuh mulai menyeimbangkan kinerja dengan mengoptimalkan *fixed asset* yang telah ada atau bahkan menjual *fixed asset* yang tidak produktif lagi sehingga terjadi divestasi pada sampel perusahaan bertumbuh. Indikasi yang lain adalah terdapat perbedaan penerapan strategi, karena memasuki milenium ke dua teknologi sangat maju pesat dan setiap perusahaan dituntut untuk melakukan penyesuaian teknologi yang digunakan sehari-hari sehingga perusahaan meningkatkan *value* perusahaannya bukan dengan penambahan *fixed asset* tetapi dari *asset-asset invisible* yang belum terakomodasi dalam penelitian ini seperti perubahan penggunaan *software* untuk penyelesaian-penyelesaian pekerjaan dalam perusahaan, contohnya mesin-mesin manual yang nilainya tinggi didivestasi diganti dengan perangkat mesin *existing* yang dioptimalkan. Hal ini menyebabkan asset perusahaan pada saat pasca krisis lebih kecil, sehingga proksi komposit IOS menjadi lebih kecil dari pada masa krisis.

Selain itu pada kelompok perusahaan bertumbuh, variabel-variabel penelitian yang ditemukan berpengaruh signifikan adalah variabel BETA dengan arah negatif. Artinya nilai BETA yang rendah akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan bertumbuh menjadi lebih tinggi, atau sebaliknya nilai BETA yang tinggi akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan bertumbuh menjadi lebih rendah. Jika dikaitkan dengan *trade off theory* yang menyebutkan bahwa risiko yang tinggi akan mensyaratkan *return* yang tinggi, sebaliknya, risiko yang rendah akan mensyaratkan *return* yang rendah, maka hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *trade off theory.* Oleh karena itu perlu ditelaah lebih mendalam lagi dengan meneliti lebih detail proksi risiko yang digunakan.

Menurut teori risiko yang dihadapi perusahaan dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu risiko umum (*total risk*) dan risiko khusus (*spesific risk*). Risiko yang dimaksud dalam *trade off theory* adalah risiko umum (*total risk*) sehingga proksinya merupakan gabungan *systematic risk* dan *unsystematic risk.* Risiko yang diperhatikan dalam penelitian ini hanyalah *systematic risk* yang diproksikan dengan variabel BETA. Perbedaan ini yang dimungkinkan membuat hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *trade off theory,* tetapi hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian AlNajjar *and* Belkoui (2001) yang menyatakan bahwa hubungan antara kesempatan pertumbuhan dan risiko tergantung pada definisi pertumbuhan tersebut. Jika pertumbuhan didefinisikan sebagai ekspansi atau perluasan usaha maka hubungan pertumbuhan dengan *systematic risk* adalah negatif. Jika definisi pertumbuhan sebagai kekuatan monopoli dalam faktor *input* dan atau *output* pasar sehingga menghasilkan rantai ekonomi yang lebih besar juga akan menghasilkan hubungan negatif dengan s*ystematic risk.*

Variabel DER memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah negatif. Artinya, nilai DER yang rendah akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan bertumbuh menjadi lebih tinggi, atau sebaliknya nilai DER yang tinggi akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan bertumbuh menjadi lebih rendah. Jika ditelaah lebih mendalam rumus dari DER adalah perbandingan antara *debt* dan *equity.* Jadi jika *debt* lebih besar daripada *equity* maka DER naik yang artinya perusahaan

menggunakan kebijakan *debt financing* yaitu pendanaan investasi dipenuhi dari hutang. Sebaliknya jika *debt* lebih kecil daripada *equity* maka DER turun yang artinya perusahaan menggunakan kebijakan *equity financing* yaitu pendanaan investasi dipenuhi dari ekuitas. Oleh karena itu, indikasi dari hasil penelitian ini adalah pada perusahaan bertumbuh cenderung memiliki tingkat hutang yang lebih kecil, karena perusahaan dalam kategori ini lebih banyak menggunakan dana internal dalam mendanai kesempatan investasi yang ada. Selain itu juga perusahaan cenderung berusaha memperkecil hutangnya untuk memperkecil kemungkinan perusahaan diklaim *debtholders* jika tidak bisa membayar hutang. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Lestari (2004), AlNajjar *and* Belkaoui (2001), dan Gul (1999), tetapi tidak mendukung hasil penelitian Pagalung (2003) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap kesempatan investasinya.

Variabel DPR memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap IOS. Hal ini menunjukkan tanda yang sama dengan prediksi awal jika DPR memiliki pengaruh negatif terhadap IOS perusahaan yang menunjukkan hasil yang sama persis dengan penelitian Lestari (2004). Hal ini karena perusahaan bertumbuh atau memiliki tingkat pertumbuhan tinggi, dividen yang dibayar lebih kecil karena akan diinvestasikan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan, penjelasan ini membuktikan alasan DER perusahaan bertumbuh lebih kecil, karena investasinya bukan didanai dari hutang tetapi dari laba ditahan yang menyebabkan DPR perusahaan bertumbuh menjadi lebih kecil dari pada perusahaan tidak bertumbuh. Perusahaan tidak bertumbuh cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan supaya tidak ditanamkan dalam proyek dengan *net present value* yang negatif (Jensen, 1986). Secara khusus, hasil penelitian ini, meskipun tidak signifikan, mendukung hasil penelitian Gul (1999) dan Adedeji (1998).

ROA yang merupakan representasi dari proksi profitabilitas memiliki pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan terhadap IOS. Artinya, ROA yang tinggi akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan bertumbuh menjadi lebih tinggi, begitu pula sebaliknya, nilai ROA yang rendah akan mempengaruhi nilai IOS perusahaan bertumbuh menjadi lebih rendah. Hal ini terjadi karena perusahaan yang memiliki ROA tinggi akan mampu memanfaat peluang investasinya lebih baik, sehingga perusahaan dengan ROA yang tinggi akan memiliki kecukupan dana untuk membiayai investasinya. Hasil penelitian ini mendukung hasil AlNajjar *and* Belkoui (2001), bahwa profitabilitas merupakan indikasi bahwa perusahaan akan memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih besar di masa yang akan datang, sedangkan pertumbuhan perusahaan tersebut berkaitan langsung dengan kesempatan investasi yang dimanfaatkan perusahaan. Hal ini didukung oleh Myers (1977) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan sebagai kombinasi *income generating assets-in-place* dan *growth opportunities*. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan (AlNajjar *and* Belkaoui, 2001).

Perbedaan Pengaruh Kondisi Krisis dan Pasca Krisis pada Perusahaan Tidak bertumbuh

Tabel 9 menyajikan hasil regresi linier berganda Model III. Tabel 9 menunjukkan bahwa pada Model III tersebut variabel DER, DPR, BETA, ROA, *dummy*1 secara simultan tidak mempengaruhi variabel komposit IOS. Hal ini dapat dilihat pada nilai F_{hitung} dari hasil regresi linier berganda pada Model III didapat nilai $F_{sig.}$ adalah 0,503 sehingga nilai $F_{sig.}$ lebih besar dari *level of significant* $\alpha = 0,05$, maka H_0 diterima. Artinya, variabel independen secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 9: Hasil Regresi Linier Berganda Model III (n = 318)

Variabel	Koefisien Regresi	Standard Error	t_{hitung}	Sig.
Konstanta	-0,072	0,366	-0,197	0,844
Financial Leverage (DER)	-0,001	0,001	-1,963	0.050
Dividend (DPR)	0,000	0,001	-0,175	0,861
Systematic Risk (BETA)	-0,051	0,132	-0,389	0,697
Profitabilitas (ROA)	-0,032	0,063	-0,517	0,606
Dummy3	-0,082	0,143	-0,574	0,566
R = 0,117			F_{hitung} = 0,864	
R^2 = 0,014			F sig = 0,505	
Adjusted R^2 = -0,002			α = 5%	

Sumber: data diolah

Berikutnya pengujian hipotesis sesuai dengan tujuan dari penelitian ini dengan menggunakan uji t. Hasil uji t yang terdapat pada Tabel 7 untuk variabel *dummy*3 diperoleh nilai t_{hitung} sebesar –0,644 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,520 yang menunjukkan tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0,005. Hasil ini menunjukkan penolakan terhadap hipotesis H_3, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan tidak bertumbuh pada kondisi krisis dan pasca krisis. Artinya, kondisi ekonomi yaitu krisis dan pasca krisis tidak mempengaruhi nilai IOS perusahaan tidak bertumbuh secara signifikan. Koefisien *dummy*3 yang menunjukkan parameter negatif menunjukkan bahwa perusahaan tidak bertumbuh pada kondisi krisis memiliki nilai IOS lebih tinggi dari pada kondisi pasca krisis, hasil ini memiliki kesamaan dengan yang terjadi pada perusahaan bertumbuh. Untuk perusahaan yang bertumbuh telah dijelaskan secara detail pada bagian sebelumnya, sedangkan untuk perusahaan tidak bertumbuh menunjukkan bahwa pada pasca krisis belum mampu me-*recovery* kinerja perusahaannya meskipun telah melakukan strategi optimalisasi yaitu dengan melakukan divestasi besar-besaran pada aset-asetnya (*fixed asset*) yang dianggap tidak produktif. Hal ini terlihat dari nilai *fixed asset*nya yang tiap tahunnya mengalami penurunan yang sangat tinggi.

Variabel independen yang secara parsial signifikan dalam Model III hanyalah variabel DER yang merupakan proksi *leverage*. Pengaruh variabel DER ini terhadap IOS perusahaan bertumbuh adalah negatif sama dengan hasil analisis perusahaan bertumbuh pada Model II. Hal ini diindikasi bahwa semakin kecilnya nilai IOS perusahaan tidak bertumbuh sampai mencapai angka negatif, diakibatkan karena perusahaan tidak bertumbuh memiliki hutang yang sangat besar dan kemungkinan belum bisa terbayarkan sehingga terakumulasi dari tahun ke tahun dan mengalami peningkatan. Selain itu ada kemungkinan bahwa alokasi hutang tersebut bukan untuk peningkatan *fixed asset*-nya. Hal ini dapat dilihat dari data *fixed asset* yang pada setiap tahunnya dimana besarannya tidak mengalami peningkatan seperti pada peningkatan hutang-hutangnya. Akibatnya, tidak aneh jika pengaruh *leverage* terhadap IOS adalah negatif.

Variabel independen lainnya, yaitu DPR, BETA dan ROA berpengaruh negatif terhadap IOS, tetapi pengaruh ini tidak signifikan. Artinya pada perusahaan tidak bertumbuh, penurunan nilai IOSnya dipengaruhi oleh kenaikan nilai DPR, ROA dan BETA tetapi pengaruh tersebut tidak signifikan. Hal ini dapat terjadi, karena beberapa indikasi antara lain perusahaan tidak bertumbuh akan berusaha *survive* dengan berusaha mengoptimal aset-asetnya sehingga aset yang tidak berkontribusi menghasilkan laba akan didivestasi. Hal ini menyebabkan nilai IOS

perusahaan tidak bertumbuh mengalami penurunan dari tahun ke tahun, karena nilai IOS dalam penelitian ini menggunakan proksi investasi yang sangat dipengaruhi oleh kenaikan atau penurunan aset. Untuk menjaga kepercayaan dari investor, perusahaan tidak bertumbuh akan berusaha memperbaiki kinerja keuangannya yaitu dengan cara meningkatkan DPR dan ROA. Terbukti dari rata-rata DPR yang dibagikan kepada investor mengalami kenaikan antara periode krisis dan pasca krisis. Pengaruh DPR yang negatif terhadap IOS adalah konsisten dengan penelitian Gul (1999). Untuk kinerja ROA terlihat bahwa perusahaan tidak bertumbuh belum mampu menaikkan nilai ROAnya tetapi menunjukkan kestabilan yang terlihat dari nilai standar deviasi yang nilainya mengalami penurunan antara periode krisis dan pasca krisis. Terkait dengan BETA perusahaan tidak bertumbuh ada beberapa perusahaan yang mengalami penurunan, yaitu mulai kembali mendapat kepercayaan dari para investor tetapi ada beberapa perusahaan yang mengalami kenaikan sehingga ketidaksamaan dalam meraih nilai BETA menyebabkan nila standar deviasi BETA naik, tetapi jika dilihat dari nilai rata-ratanya sebenarnya mengalami penurunan. Dengan demikian pengaruh BETA perusahaan tidak bertumbuh negatif tetapi tidak signifikan dalam mempengaruhi IOS.

Dari keseluruhan observasi yang telah dilakukan ternyata model ke tiga yang menunjukkan hasil tidak signifikan, yaitu variabel DER, DPR, BETA, ROA dan *dummy3* tidak signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen IOS, terlihat dari hasil uji F yang menunjukkan hasil tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa kelompok perusahaan tidak bertumbuh memiliki *financial perfomance* yang berbeda dan tidak stabil antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya, terlihat dari tingginya standar deviasi dari masing-masing variabel independen yang merupakan item indikator kinerja keuangan perusahaan. Fluktuasi kinerja keuangan tahun 1997 sampai dengan 2002 menyebabkan IOS kelompok perusahaan tidak bertumbuh ini tidak mampu dijelaskan oleh variabel independen dalam Model III. Hal ini terbukti dari hasil analisis uji F yang tidak signifikan dan R^2 yang paling kecil di antara ketiga model yang lain.

Kesimpulan

Terdapat tiga kesimpulan dari hasil penelitian ini, yaitu (1) terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS untuk perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh; (2) terdapat perbedaan pengaruh *financial leverage, dividend payout ratio, systematic risk* dan profitabilitas terhadap IOS pada kondisi krisis dan kondisi pasca krisis pada perusahaan bertumbuh; dan (3) variabel independen tidak mampu menjelaskan variabel dependen IOS untuk perusahaan tidak bertumbuh pada kondisi krisis dan pasca krisis sehingga variabel independen tidak mempengaruhi nilai IOS perusahaan-perusahaan tidak bertumbuh.

Saran

Saran yang diajukan dapan penelitian adalah sebagai berikut. Pertama, bagi manajemen dalam perusahaan disarankan untuk membuat perencanaan keuangan yang strategis dalam hal penentuan kebijakan hutang karena berdasarkan penelitian ini kebijakan hutang memiliki keterkaitan yang sangat erat terhadap IOS perusahaan. Terbukti dari penelitian ini bahwa perusahaan yang bertumbuh akan menjaga *financial performanc*enya dengan mengoptimalkan dan mengefisienkan pengeluarannya sehingga *leverage* dapat ditekan. Untuk pembiayaan investasi dimungkinkan untuk lebih menggunakan anggaran internal secara efektif, Hal ini

ditunjukkan oleh bukti bahwa kebanyakan perusahaan yang masuk kategori perusahaan bertumbuh memiliki IOS tinggi dan *leverage* rendah.

Kedua, untuk setiap investor dan calon investor, disarankan untuk selalu melakukan analisis secara menyeluruh ketika akan memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham atau obligasi suatu perusahaan dengan mencermati kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut berdasarkan *financial leverage*, *dividend payout ratio*, *systematic risk* dan profitabilitasnya. Setiap investor dan calon investor hendaknya selalu peka dan tanggap terhadap informasi yang ada di pasar maupun informasi tentang keadaan ekonomi, politik, stabilitas keamanan dalam memutuskan untuk berinvestasi atau tidak.

Ketiga, bagi kalangan akademisi dan para peneliti yang akan melakukan penelitian sejenis di masa yang akan datang hendaknya menggunakan sampel dari kategori industri yang berbeda sehingga hasil yang diperoleh nantinya akan dapat menguji konsistensi hasil penelitian ini. Selain itu hendaknya variabel independen yang digunakan, mempertimbangkan likuiditas perusahaan atau memasukkan *free cash flow* dan *financial slack* dalam penelitian selanjutnya.

Daftar Referensi

Adedeji, A. 1998. Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK. *Journal of Business Finance & Accounting*. 25: p.1127–1155.

AlNajjar, Fouad K and Ahmend Riahi-Belkaoui. 2001. Empirical Validition of a General Model of Growth Opportunities. *Managerial Finance.* vol.27 no.3: p.72–88.

Bank Indonesia. 1997. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

------. 1998. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

------. 1999. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

------. 2000. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

------. 2001. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

------. 2002. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

------. 2003. *Indonesian Financial Statistics.* Bank Indonesia. Jakarta.

Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*. (Spring): 26-35

Cahan, S. F and Mahmud Hossain. 1996. The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy Choice: Some Malaysian Evidence. *Asia Pacific Journal of Management.* vol.13. no.1: p.65–85.

Gaver, Jennifer J. and Kenneth M. Gaver. 1995a. Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16: p.125–160.

--------. 1995b. Compensation Policy and The Investment Opportunity Set. *Financial Management*. 24: p.19–32.

Gul, Ferdinand. A. 1999. Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices in China. *Pacific-Basin Finance Journal*. no.7: p.157–172.

Hartono, Jogianto. H.M. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. BPFE. Yogyakarta.

Hossain, M.,S.F. Cahan and M.B. Adams. 2000. The Investment Opportunity Set and tha Voluntary Use of Outside Directors: New Zealand Evidence. Working paper. *European Business Management School*.

Husnan, Suad, dan Enny Pujiastuti. 1994. *Dasar–dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. UPP AMP. Yogyakarta.

Jaggi, Bikki and FD Gul 1999. An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free cash Flow and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting.* vol.12: p.371–381.

Jensen, Michael. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers and Proceedings*. May. vol.76 no.2: p.323–329.

Jones, Steward and Rohit Sharma. 2001. The Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions: Some Australis Evidence. *Managerial Finance*, vol 27 no.3: p.48–64.

Kallapur, Sanjay and Mark K. Trombley. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance.* vol.27 no.3: p.3–15.

Lestari, Holydia. 2004. Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Deviden, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi, *Simposium Nasional Akuntansi*. hal. 1059–1071.

Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. no.5: p.147–175.

Pagalung, Gagaring. 2003. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. vol. 6 no. 3 hal. 249–263.

Skinner, Douglas J. 1993. The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice. *Journal of Accounting and Economics.* vol.16: p.407–445.