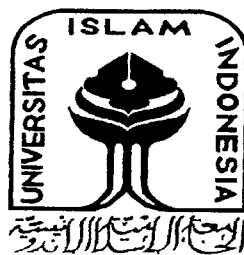


**ANALISIS PROKSI *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* (IOS)
TERHADAP REALISASI PERTUMBUHAN,
KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN KEBIJAKAN PENDANAAN
Periode 1999-2003**



SKRIPSI

Oleh:

Nama : Listya Rangganingrum

No. mahasiswa : 01.312.239

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2005**

**ANALISIS PROKSI *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* (IOS)
TERHADAP REALISASI PERTUMBUHAN,
KEBIJAKAN DIVIDEN,
DAN KEBIJAKAN PENDANAAN
Periode 1999-2003**

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-I jurusan Akuntansi
pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh :

Nama : Listya Rangganingrum
Nomor mahasiswa : 01.312.239

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2005**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/ sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, Juni 2005

Penyusun

(Listya Rangganingrum)

**ANALISIS PROKSI *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* (IOS)
TERHADAP REALISASI PERTUMBUHAN, KEBIJAKAN DIVIDEN,
DAN KEBIJAKAN PENDANAAN**

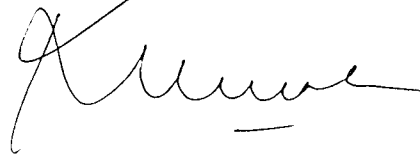
Periode 1999-2003

Hasil Penelitian

Diajukan oleh:

Nama : Listya Ranganingrum
Nomor mahasiswa : 01.312.239
Jurusan : Akuntansi

**Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing
Pada tanggal.....30/5 05
Dosen pembimbing,**



(DR. Kumalahadi, M.Si, Ak)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

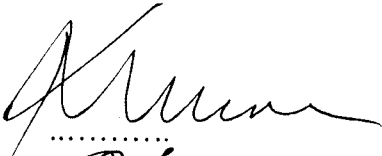
**ANALISIS PROKSI INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) TERHADAP
REALISASI PERTUMBUHAN, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN
PENDANAAN**

Disusun Oleh: LISTYA RANGGANINGRUM
Nomor mahasiswa: 01312239

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 15 Juli 2005

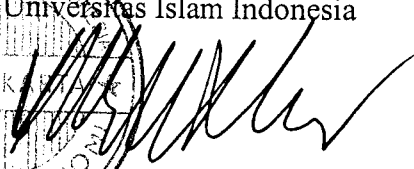
Pembimbing Skripsi/Penguji : Dr. Kumala Hadi, M.Si, Ak

Penguji : Dra. Neni Meidawati, M.Si, Ak


.....

.....

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Drs. Suwarsono, MA

HALAMAN PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmanirrahim

Dengan mengucapkan puji syukur kahadirat Allah SWT yang telah memberikan kesempatan dan kemurahan-Nya untuk menyelesaikan skripsi ini Karya kecil ini ku persembahkan kepada:

- ❖ Papaku Ir.H. Bambang Raharjo dan mamaku Hj.Anggraini Hartati, yang paling kuhormati dan kucintai, yang selalu mendoakan serta memberikan semangat, do'a, serta kasih sayang.*
- ❖ Mbakku, Mbak Ika dan Adikku, Dik Anggie yang selalu kusayangi, yang telah banyak mendengarkan cerita-ceritaku serta memberikan motivasi yang berarti.*
- ❖ Masku, Mas Purwadi atas semua kesabaran yang telah Mas berikan selama ini.*
- ❖ Sahabat-sahabatku yang telah banyak membantu dalam penyelesaian skripsi ini.*

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim,

Assalamualaikum wr. wb.

Alhamdulillahirrabil ‘Alamin dengan segala puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulisan skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik. Skripsi yang berjudul **Analisis Proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Pendanaan periode 1999-2003** sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan studi Strata-1 Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Dalam kesempatan ini, penulis ingin sekali menyampaikan ucapan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada:

1. Bapak Drs. Suwarsono, MA selaku Dekan Fakultas Ekonomi Univesitas Islam Indonesia.
2. Ibu Dra. Erna Hidayah, Msi, Ak. selaku Ketua Jurusan Akuntansi.
3. Bapak DR. Kumalahadi, Msi, Ak. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dan saran-saran kepada penulis dalam penyusunan skripsi ini.
4. Ibu Dra. Reny Yendrawati, Msi. selaku dosen pembimbing akademik yang telah memperlancar dan membantu menyelesaikan masa perkuliahan.
5. Seluruh Staf Pengajar dan Karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

6. Papaku dan Mamaku yang selalu menyayangiku, terima kasih atas semua kasih sayang, do'a dan restunya. Dan juga kesempatan yang udah diberikan oleh papa dan mama, agar aku dapat menuntut ilmu hingga jenjang sarjana. Terima kasih atas semuanya. Aku sayang banget sama papa dan mama.
7. Mbakku satu-satunya, Mbak Ika, makasih atas hari-harinya bersamaku dalam perantauan he3x, makasih ya mbak atas hari-harinya yang penuh warna-warni bersama aq ☺
8. Adekku satu-satunya, Dek Anggie yang lucu, semoga selalu semangat dalam menuntut ilmu ya.
9. Masku, Mas Purwadi, terimakasih atas semua perhatiannya, kesabarannya dan kesetiiaannya selalu. (Semoga hubungan qt selalu diridhoi Allah SWT. Amin.)
10. Sahabatku, Ninik, Trimbil (eh Anna), Yani. Makasih ya kalian udah jadi sahabat terbaikku slama ini. (duh ntar kita masih bisa curhat2an lagi gak ya..)
11. Nita, Fida, Reny, Nia, Luluk dan Eka (kapan nie qta kumpul2 lagi..)
12. Eyang Marmi, eyang Pandi, bude Siti, Pakde Tri dan Seluruh keluarga besarku, terimakasih atas dukungannya yang telah diberikan.
13. Mbak Sur yang baik bgt, yang selalu ada untuk menjaga qta ber2.. makasih ya mbak..
14. Sobatku Indri, Mona, Maria, Anggie, mami, wiwik (adu aku kangen banget sama kalian semua..)

15. Cimut, yang selalu setia nganterin aku kemana aja, (cimut tetaplah baik2 aja ya..he3x)

16. Semua pihak yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu yang telah membantuku selama ini. Terimakasih..

Seperti kata pepatah tiada gading yang tak retak, demikian halnya dengan skripsi ini. Adapun penulis menyadari bahwa apa yang telah disajikan masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan segala saran serta pengarahan dari semua pihak. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi kita semua dan mampu menjadi sedikit tambahan bagi ilmu pengetahuan.

Wassalamualaikum wr.wb

Yogyakarta, Juli 2005

Penyusun

(Listya Rangganingrum)

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Halaman Persembahan.....	iv
Kata Pengantar.....	v
Daftar Isi.....	viii
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Lampiran.....	xii
 BAB I. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian.....	9
1.5 Sistematika Penulisan.....	10
 BAB II. KAJIAN PUSTAKA	
2.1 <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS).....	11
2.1.1 Beberapa Hasil Penelitian IOS di Indonesia.....	19
2.1.2 Sistematika Hasil Penelitian IOS.....	23

2.2	Kebijakan Dividen.....	27
2.3	Kebijakan Pendanaan.....	31
2.4	Asosiasi antara teori IOS dengan Realisasi Perusahaan.....	37
2.5	Hubungan IOS dan Kebijakan Dividen dan Pendanaan.....	39
BAB III. METODOLOGI PENELITIAN		
3.1	Pemilihan Sampel dan Data.....	45
3.2	Seleksi Sampel Perusahaan Berdasarkan Nilai IOS.....	47
3.3	Pengukuran Variabel.....	47
3.3.1	Variabel Realisasi Pertumbuhan Perusahaan.....	47
3.3.2	Variabel Kebijakan Pendanaan.....	48
3.3.3	Variabel Kebijakan Dividen.....	48
3.4	Metode Analisis.....	48
3.4.1	Penyeleksian Sampel Berdasarkan Nilai IOS.....	49
3.4.2	Pengujian Hipotesis Satu.....	50
3.4.3	Pengujian Normalitas.....	51
3.4.4	Pengujian Hipotesis Dua dan Tiga.....	51
BAB IV. ANALISIS DATA		
4.1	Penyeleksian Sampel Menjadi Perusahaan Tumbuh dan Tidak....	53
4.2	Analisis Hipotesis Satu (H1a, b, c, d, e, f).....	55
4.3	Analisis Hipotesis Dua dan Tiga (H2 dan H3).....	60

BAB V.	KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1	Kesimpulan.....	63
5.2	Saran.....	65
DAFTAR PUSTAKA.....		67
TABEL		70
LAMPIRAN.....		73

DAFTAR TABEL

Tabel 1.....	23
Tabel 2.....	46
Tabel 3.....	70
Tabel 4.....	71
Tabel 5.....	72
Tabel 6.....	72

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.....	73
Lampiran 2.....	75
Lampiran 3.....	77
Lampiran 4.....	78

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh semua pihak, baik oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen, maupun eksternal perusahaan. Investor yang menginvestasikan dana yang dimilikinya, seperti dalam bentuk saham bertujuan memaksimumkan kekayaan yang didapat dari deviden ataupun dari *capital gain*. Selain investor, pihak manajemen perusahaan juga berusaha memaksimumkan kesejahteraan *shareholder* (investor) melalui kewenangan yang diberikan dalam membuat keputusan baik berupa peluang investasi, pendanaan maupun deviden. Semua keputusan tersebut harus dibuat dengan hati-hati karena keputusan akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham 1999 dalam Abimanyu 2003). Untuk meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan dituntut untuk tumbuh agar dapat memaksimumkan kekayaan para investor. Pertumbuhan tersebut dapat diwujudkan apabila perusahaan menggunakan peluang investasi sebaik-baiknya. Investasi perusahaan berhubungan dengan pendanaan perusahaan. Apabila investasi perusahaan tersebut sebagian besar didanai dari *internal equity*, maka hal tersebut akan mempengaruhi besarnya deviden yang akan dibagikan

kepada pemegang saham. Semakin besar investasi yang dilakukan semakin berkurang deviden yang dibagikan kepada pemegang saham. Sebaliknya bagi perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana dari luar untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan deviden yang lebih besar.

Sumber dana yang berasal dari internal diperoleh dari laba yang ditahan. Dan sumber dana dari eksternal terdiri dari dua kategori yaitu hutang dari kreditur atau penerbitan saham yang merupakan pembelanjaan sendiri. Bauran penggunaan antara modal sendiri dan hutang disebut dengan struktur modal perusahaan.

Myers (1984) dalam Susilowati (2003), menyatakan bahwa perusahaan mempunyai kecenderungan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yaitu dengan *internal equity* dahulu. Apabila modal internal dianggap tidak mencukupi baru menggunakan *external finance*. Penggunaan *external finance* sendiri pertamanya menggunakan hutang, apabila hutang tidak tercukupi baru kemudian perusahaan menggunakan *external equity*. *Internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan merupakan sumber dana yang lebih baik dibandingkan dengan hutang karena tidak mempunyai resiko dan lebih murah, hutang merupakan sumber dana lebih baik dibandingkan penerbitan saham baru, meskipun keduanya mempunyai risiko, tetapi risiko hutang lebih kecil dibandingkan dengan penerbitan ekuitas baru.

Myers (1977) dalam Gaver dan Gaver (1993), mengemukakan konsep nilai perusahaan sebagai suatu kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang. Pilihan-pilihan investasi di masa datang ini

kemudian dikenal dengan istilah set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). IOS menggambarkan kesempatan investasi sebagai proyek yang berpotensi menghasilkan keuntungan dimana perusahaan dapat memanfaatkan pinjaman ekonomi.

Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) memperluas karakteristik Myers (1977) tentang IOS dengan menguji pengaruh pilihan kebijakan beberapa perusahaan. Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) memperluas logikanya dengan membuktikan bahwa *Investment Opportunity Set* mempengaruhi terhadap kebijakan perusahaan yang dibuat. Maka kesempatan investasi memainkan peranan penting dalam teori keuangan perusahaan, karena gabungan aset milik perusahaan (*asset in place*) dengan kesempatan investasi akan berpengaruh pada struktur modal (Myers, 1977; Smith dan Watts, 1992), kebijakan dividen (Smith dan Watts, 1992), kompensasi (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993).

Asosiasi antara IOS dengan kinerja manajemen ditunjukkan adanya pertumbuhan perusahaan yang dikelola oleh manajemen. Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Fijrijanti (2000), realisasi pertumbuhan perusahaan ditunjukkan dalam pertumbuhan penjualan, laba, nilai buku total ekuitas dan nilai buku aset. Penggunaan empat ukuran realisasi pertumbuhan untuk mengantisipasi ketidaktepatan pengukuran realisasi pertumbuhan dengan alternatif pengukuran tunggal.

IOS adalah set peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan. Pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi

perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi diperusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan dapat memberikan *return* yang tinggi. Pertumbuhan perusahaan menurut Smith dan Watts (1992) dapat diproksikan oleh kombinasi dari berbagai nilai set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). Oleh karena itu, berbagai jenis IOS telah digunakan oleh banyak peneliti dalam studi empirisnya secara tidak seragam. Penelitian dalam bidang akuntansi keuangan mengalami perkembangan yang cukup pesat, terutama dalam bidang pasar modal. Sehubungan dengan hal itu, berbagai penelitian telah dilakukan terutama menguji: kandungan informasi akuntansi (pengaruh informasi keuangan terhadap harga saham), *dividend* (pengaruh pembayaran dividen terhadap harga saham), dan hal-hal lain yang selalu dikaitkan dengan harga saham dan *return* saham.

Diawali oleh Smith dan Watts (1992) yang mengusulkan proporsi mengenai asosiasi antara set peluang investasi perusahaan dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi; menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, membayar dividen lebih kecil dan membayarkan kompensasi eksekutif lebih besar, dan mengandalkan pada dan mengandalkan pada *stock option plans*.

Gaver dan Gaver (1993) dan Smith dan Watts telah menemukan bukti adanya hubungan antara IOS dengan kebijakan pendanaan dan deviden. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki *leverage* dan kebijakan dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak bertumbuh.

Prasetyo (2000) meneliti tentang hubungan *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dividen pada periode tahun 1991-1996 di BEJ dengan sampel 60 perusahaan. Penelitian tersebut menggunakan empat proksi untuk menyeleksi perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dengan menggunakan *common factor analysis*. Pada penelitiannya tidak menghubungkan IOS dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan hutang dan dividen lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Hikmah (2004) melakukan penelitian tentang *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan pendanaan, dividen. Periode yang digunakan tahun 1990 – 1997, dengan sampel sejumlah 68 perusahaan di BEJ. Penelitian tersebut melihat hubungan negatif antara peningkatan IOS dengan penurunan rasio hutang dan pembayaran dividen. Penelitiannya menggunakan lima proksi IOS dengan menggunakan *Common factor analysis*. Hasil penelitiannya adalah menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh atau mengalami peningkatan IOS akan menurunkan kebijakan pendanaan dan dividen. Bukti ini sejalan dengan teori Contracting.

Asosiasi antara nilai IOS dengan kinerja manajemen ditunjukkan oleh adanya pertumbuhan nilai perusahaan yang dikelola manajemen. Menurut Kallapur dan Trombley (1999) realisasi pertumbuhan perusahaan ditunjukkan dalam pertumbuhan nilai aktiva, penjualan, laba dan nilai buku perusahaan.

Subekti dan Kusuma (2000) melakukan penelitian terhadap perbedaan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam kebijakan pendanaan dan dividen. Penelitian tersebut juga menguji proksi IOS dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Tetapi realisasi pertumbuhan perusahaan hanya menggunakan pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Penelitiannya menggunakan periode 1992 – 1996 sebanyak 80 perusahaan di BEJ. Penelitian tersebut menggunakan lima proksi IOS dengan metode *Common factor analysis*. Hasil penelitiannya adalah rasio MVEBVE, MVABVA, CAPBVA efektif dalam memprediksi pertumbuhan nilai buku perusahaan dan perusahaan yang tumbuh memiliki kebijakan pendanaan dan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Fijrijanti (2000) menguji proksi IOS terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan, dan menghubungkan dengan kebijakan pendanaan dan dividen pada periode 1990 – 1998 dengan sampel 68 perusahaan. Penelitiannya menggunakan lima proksi IOS dan menggunakan metode skor faktor dan variabel instrumental. Hasil penelitiannya adalah semua proksi IOS berkorelasi positif signifikan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan dan perusahaan bertumbuh cenderung memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

Dari beberapa bukti empiris, terlihat bahwa kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan pendanaan dan dividen yang dibuat. Perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan mengurangi resiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang. Selain itu perusahaan yang tumbuh memberikan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang tumbuh karena laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan, sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi.

Dari hasil penelitian yang telah ada, memberikan motivasi kepada penulis untuk mempelajari korelasi positif proksi IOS dengan realisasi pertumbuhan perusahaan, seperti yang telah diteliti oleh Subekti (2000) dan Fijrijanti (2000). Selain itu penulis juga melakukan penelitian terhadap perbedaan kebijakan pendanaan dan dividen pada perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

Berdasarkan uraian tersebut, maka penelitian ini diberi judul: **“ANALISIS PROKSI INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) TERHADAP REALISASI PERTUMBUHAN, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN KEBIJAKAN PENDANAAN Periode 1999-2003”**.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Subekti (2000). Tetapi terdapat perbedaan yaitu (a) penulis tidak menggunakan proksi PER (*ratio price to earning*), dan PPEBVA (*ratio book value of gross property, plant and equipment to the book value of the asset*), tetapi menggantikan dengan VPPE (*ratio firm value to book value of*

PPE) sebagai proksi IOS (b) penulis menambahkan satu proksi IOS yaitu CAPMVA (*ratio capital expenditure to market value of asset*) (c) penulis tidak melakukan penelitian secara portofolio dan tidak melakukan penelitian terhadap perubahan harga saham (d) penulis memperluas penelitian terhadap realisasi pertumbuhan yaitu realisasi pertumbuhan aktiva, ekuitas, penjualan dan laba.

1.2.Rumusan Masalah

Perumusan masalah ini dimaksudkan untuk memperjelas dan dapat dijadikan pedoman kerja, serta untuk mencegah adanya kemungkinan timbulnya kesalahan dalam pembahasan masalah.

Adapun yang menjadi masalah dalam penelitian ini adalah:

1. bagaimana korelasi antara proksi *investment opportunity set* (IOS) dengan realisasi pertumbuhan pada perusahaan?
2. apakah *investment opportunity set* (IOS) dapat mempengaruhi kebijakan dividen dan pendanaan pada perusahaan tumbuh (*growth firm*) dan tidak tumbuh (*nongrowth firm*)?

1.3. Tujuan Penelitian

- a. Melakukan pengujian korelasi antar nilai IOS (sebagai proksi pertumbuhan) terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

- b. Melakukan pengujian untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan kebijakan pendanaan dan dividen antara perusahaan tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh.

1.4. Manfaat Penelitian

1. Bagi Penulis

Penelitian ini menambah pengetahuan dan wawasan mengenai *investment opportunity set* serta kebijakan dividen dan pendanaan.

2. Bagi Investor

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi dan juga sebagai dasar untuk menentukan portofolio saham yang akan dibentuk karena klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan dapat mengidentifikasikan suatu resiko yang melekat pada perusahaan. Sehingga dapat membuat keputusan berinvestasi yang tepat.

3. Bagi Perusahaan

Penelitian ini dapat digunakan untuk mengetahui pertumbuhan perusahaan dan dapat digunakan juga sebagai pedoman dalam rangka mempertimbangkan kebijakan perusahaan khususnya kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen untuk meningkatkan nilai perusahaan agar dapat memaksimalkan kekayaan para investor.

4. Bagi Pembaca

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

1.5. Sistematika Penulisan

Bab I : PENDAHULUAN

Dalam bab ini membahas mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II : KAJIAN PUSTAKA

Dalam bab ini membahas mengenai penelitian terdahulu, *Investment Opportunity Set* (IOS), realisasi pertumbuhan perusahaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Pendanaan, dan hipotesis penelitian.

Bab III: METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini dibahas mengenai populasi dan sampel penelitian, teknik pengumpulan data, variabel penelitian, metode analisis dan pengujian hipotesis.

Bab IV: ANALISIS DATA

Dalam bab ini akan diuraikan analisis data penelitian.

Bab V : KESIMPULAN dan SARAN

Dalam bab ini berisi kesimpulan dan saran-saran bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Konsep IOS yang dikemukakan Myers (1977) sebagai dasar dalam menentukan keputusan investasi. Myers (1977) dalam Gaver dan Gaver (1993) memperkenalkan istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Keputusan investasi merupakan bagian penting dalam mempertahankan kelangsungan hidup pada masa yang akan datang. IOS merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif.

Kole (1991) dalam Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang bergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Dengan demikian, pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan. Bentuk yang membedakan pilihan investasi (atau pertumbuhan) adalah nilai perusahaan itu bergantung pada kebebasan pemilihan pengeluaran (*expenditure*) yang ditentukan oleh manajer di masa depan (Kole 1991). Kebijakan *expenditure* dipandang sebagai opsi *growth* atau opsi investasi. Dengan demikian pilihan *growth* mencakup proyek perluasan kapasitas, introduksi produk

baru, akuisisi perusahaan, advertensi dan pemeliharaan serta penggantian aktiva yang ada.

Smith dan Watts (1992) penelitiannya berjudul “*The Investment Opportunity Set & Corporate Financing, Dividend & Compensation Policies Journal of Financial Economics*”. Penelitiannya menguji asosiasi antara IOS (yakni: growth opportunities) dengan kebijakan pendanaan, dividen dan kompensasi. Hasilnya adalah mendukung hipotesis kontrak bahwa perusahaan tumbuh cenderung memiliki rasio *debt to equity* dan dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. Secara keseluruhan Smith dan Watts (1992) memberikan bukti yang mendukung pandangan bahwa keputusan perusahaan dimotivasi oleh hasrat manajer untuk menyelesaikan potensi konflik secara efisien antara perusahaan dengan pihak- pihak internal dan eksternal yang melakukan *contracting*.

Gaver dan Gaver (1993) memperluas penelitian Smith dan Watts (1992) dengan mengarahkan analisisnya pada level perusahaan dan menggunakan gabungan ukuran IOS. Hasilnya, mengidentifikasikan, bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki *debt to equity* yang lebih rendah, *dividend yields* yang lebih rendah. Gaver dan Gaver (1993) melakukan penelitian dengan judul “*Additional Evidence on the Assosiation between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*”. Penelitian ini memuat beberapa kelebihan: (a) perhitungan setiap rasio detail (b) pengguna *common factor analysis* yang pertama, untuk

menyeleksi prediktor pertumbuhan perusahaan (c) detail dalam prosedur pemilihan sampel.

Penelitian yang dilakukan oleh Sami dkk (1999) dalam Fijrijanti (2000). Menyatakan hasil penelitian Sami dkk, mengenai hubungan IOS yang diproksikan dengan indeks tunggal hasil analisis faktor dengan kebijakan pendanaan konsisten dengan hipotesis kontrak bahwa perusahaan tumbuh mempunyai rasio *market debt to equity* dan *dividend yield* lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh, tetapi untuk rasio *book debt to equity* dan *dividend payout* perusahaan tumbuh secara konsisten relatif tinggi dibandingkan dengan perusahaan tidak tumbuh (berkorelasi positif). Diduga terjadi *measurement error* pada *book debt to equity* dan *dividend payout*.

Jones dan Sharma (2001) dalam Lestari (2004) menguji hubungan set kesempatan investasi dan kebijakan pendanaan dan dividen pada perusahaan-perusahaan di Australia. Hasil pengujiannya mendukung Gaver dan Gaver 1993 yaitu hubungan antara set kesempatan investasi dan *debt equity ratio* dan *dividen yield* adalah negatif.

Gul (2002) dalam Jati Ketut (2003), menggunakan sampel perusahaan-perusahaan Jepang antara tahun 1988-1992 untuk penelitiannya yang mencari hubungan antara kesempatan pertumbuhan, struktur modal dan kebijakan dividen. Hasilnya konsisten dengan argumen *contracting cost* yang menunjukkan bahwa adanya hubungan negatif yang signifikan antara perusahaan dengan level *debt financing* dan *dividend yields* setelah mengontrol ukuran perusahaan dan profitabilitas.

Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa pilihan pertumbuhan memiliki pengertian yang fleksibel. Perusahaan bertumbuh tidak selalu perusahaan kecil yang sedang aktif melakukan penelitian dan pengembangan. Perusahaan kecil sering menghadapi keterbatasan pilihan dalam menentukan dan menjalankan proyek baru, atau ketika hendak merestrukturisasi aset yang ada. Seringkali perusahaan besar lebih memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi yang muncul.

Susilowati (2003) mendukung pernyataan Gaver dan Gaver (1993) bahwa pengertian opsi *growth* yang digunakan adalah pengertian dalam arti luas, yaitu dalam pengertian fleksibilitas, artinya tidak dibatasi perusahaan kecil ataupun perusahaan besar, asalkan perusahaan tersebut memiliki peluang investasi. Perusahaan yang persisten menguntungkan, pada umumnya memiliki posisi pasar yang dominan pada industrinya. Susilowati menegaskan ada hal yang lebih penting diperhatikan, bahwa ada perbedaan *cross sectional* pilihan investasi yang dihadapi perusahaan (Gaver dan Gaver 1993). Variasi tersebut didasarkan beberapa alasan (dalam Susilowati 2003), yaitu:

- (1) Kester (1996) nilai opsi investasi bergantung pada aktiva tertentu yang digunakan.
- (2) Chung dan Charoenwong (1991) investasi yang berbeda pada penciptaan *barrier to entry*, seperti halnya menciptakan deferensiasi produk, loyalitas terhadap merk atau paten.

(3) Disesuaikan dengan investasi fisik dan investasi sumber daya manusianya.

(4) Christie (1989), menyatakan bahwa peluang investasi ditentukan oleh *line of bussiness* yang didasarkan pada keunggulan bersaing.

Oleh karena itu, setiap perusahaan berbeda, maka peluang investasi diharapkan berbeda secara *cross sectional*.

Kallapur dan Trombley (1999) melakukan penelitian yang berjudul “ *The Association Between Investment Opportunities Set Proxies & Realized Growth*”. Kallapur dan Trombley (1999) dalam Iswahyuni dan Suryanto (2000) berpendapat bahwa pertumbuhan yang terjadi saat ini (*realized growth*) merupakan ukuran keberhasilan dari keputusan IOS pada masa lalu, dan keputusan IOS saat ini akan membawa implikasi pada pertumbuhan pada masa yang akan datang. Penelitiannya menguji secara khusus beberapa alternatif proksi IOS berupa rasio individual dengan menggunakan basis pengujian realisasi pertumbuhan pada periode setelah tahun pembentukan level IOS. Karakteristik penelitian ini di Indonesia direplikasi oleh Fijrijanti dan Hartono (2000). Kelebihan dalam penelitian Kallapur dan Trombley adalah banyaknya jumlah proksi IOS yang digunakan, tetapi sayangnya proksi-proksi tertentu seperti R&D tidak bisa untuk direplikasikan di Indonesia karena terbatasnya pos-pos perkiraan yang dipublikasi laporan keuangan perusahaan go publik di BEJ.

Menurut Gaver dan Gaver (1993) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang

lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan perusahaan lain yang setara dalam satu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*). Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS ini dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi yang tumbuh dan tidak tumbuh.

IOS adalah tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan. IOS perusahaan merupakan karakteristik penting dan memiliki pengaruh yang besar pada manajer, investor dan kreditur. IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), oleh karena itu diperlukan proksi (Hartono 1999 dalam Agung Julianto dkk. 2002).

Hal ini didukung oleh Kallapur dan Trombley (1999) yang 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. Semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan. Karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi

perusahaan, maka IOS dapat menjadikan pemikiran sebagai prospek pertumbuhan perusahaan.

Proksi ini dapat diklasifikasikan dalam empat tipe (Kallapur dan Trombley 2001 dalam Agung Julianto dan Hartono 2002), yaitu:

a. Proksi berbasis pada harga

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga yang relatif tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*asset in place*).

b. Proksi berbasis pada investasi

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkenaan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.

c. Proksi berbasis pada varian

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti *variabilitas return* yang mendasari peningkatan aktiva.

d. Proksi gabungan dari proksi IOS individual

Alternatif proksi gabungan IOS dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang baik untuk IOS (Smith dan Watts, 1992; Gaver

dan Gaver 1993). Alternatif proksi gabungan yang pernah dilakukan adalah dengan menggunakan, yaitu :

- (1) Variabel instrumental seperti yang telah dilakukan dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993), Smith dan Watts (1992), Kallapur dan Trombley (1999), Hartono (1999) dan Fijrianti (2000).
- (2) *common factor analysis* untuk memperoleh *factor score* sebagai indeks umum IOS. Seperti yang telah dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993), Sami dkk.(1999), Kallapur dan Trombey (1999), Fijrianti (2000), Subekti (2000), Prasetyo (2000), Iswahyuni dan L. Suryanto (2002), Pagalung (2002), Subekti dan Suprapti (2002), Hikmah (2004).
- (3) Structural equation model yaitu menggabungkan proksi-proksi pada masing-masing klasifikasi dan menguji masing-masing proksi gabungan ini dengan realisasi pertumbuhan seperti yang digunakan Agung Julianto (2002).

Berbagai proksi yang dijelaskan dari penelitian-penelitian yang ada menunjukkan bahwa selalu ada proksi IOS yang tidak dapat digunakan, sehingga belum ada kesepakatan tentang proksi yang dapat mewakili IOS secara tepat (Gaver dan Gaver 1993).

Kallapur dan Trombey menyatakan bahwa berbagai proksi IOS yang ada tidak semuanya adalah ekuivalen atau bernilai. Oleh karena itu pada penelitian ini akan diuji alternatif gabungan proksi IOS yang diharapkan dapat mengatasi masalah ketidaktepatan dan ketidakkonsistenan proksi IOS.

Alternatif gabungan proksi yang digunakan pada penelitian ini hanya dengan menggunakan *common factor analysis* untuk memperoleh skor faktor sebagai indeks umum IOS, penelitian ini tidak menggunakan variabel instrumental dan tidak menggunakan *structural equation models*.

Common factor analysis digunakan untuk mendapatkan skor faktor sebagai indeks umum IOS yang kemudian dapat dikembangkan dan diuji lebih lanjut. Alasan penggunaan proksi gabungan IOS, *common factor analysis* yaitu:

1. karena selain IOS bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*), IOS tidak sempurna bila diproksikan dari satu ukuran empiris tunggal saja, sehingga dibutuhkan proksi gabungan (Gaver dan Gaver 1993).
2. menggunakan pendekatan proksi gabungan akan dapat mengurangi kesalahan pengukuran (*measurement error*) yang secara inheren melekat dalam variabel tunggal (*single variable*) untuk proksi IOS (Kallapur dan Trombley 1999).
3. Terdapat lebih banyak referensi dan pedoman, karena banyak penelitian terdahulu yang menggunakan *common factor analysis*.

2.1.1. Beberapa hasil penelitian proksi IOS di Indonesia, antara lain:

1. Subekti (2000) telah melakukan penelitian dengan judul “Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham”. Karakteristik penelitian ini adalah memperluas topik pembahasan mengenai implikasinya pada perubahan harga

saham. Terdapat persamaan pada penelitian Subekti dan Kusuma adalah metode yang digunakan *common factor analysis* dan membahas tentang realisasi pertumbuhan. Kesimpulannya adalah (1)rasio MVEBVE, MVABVA, CAPBVA menunjukkan arah korelasi yang konsisten dengan pertumbuhan aktiva dan ekuitas perusahaan, (2)perusahaan yang tumbuh memiliki kebijakan dividen dan pendanaan yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, (3)perubahan harga saham dari perusahaan yang tumbuh dan yang tidak disekitar tanggal pengumuman laporan keuangan tidak berbeda

2. Fijrijanti (2000) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Korelasi Proksi IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Deviden”. Karakteristik penelitian ini adalah pembahasannya mendetail pada realisasi pertumbuhan perusahaan dari 1990-1998 dengan menggunakan skor faktor dan variabel instrumental. Seperti halnya penelitian Fijrijanti dan Hartono yang menggunakan dasar IOS yang dihubungkan dengan realisasi pertumbuhan, penulis menggunakan dasar proksi teori IOS untuk mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan. Hasilnya adalah (1)semua proksi yang digunakan memiliki korelasi positif signifikan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan (2)perusahaan bertumbuh memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih rendah terhadap perusahaan tidak tumbuh.
3. Prasetyo (2000) telah melakukan penelitian dengan judul “Asosiasi antara *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan

Deviden, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti empiris dari Bursa Efek Jakarta”. Penelitian ini juga menggunakan *common factor analysis*. Kesimpulan dari penelitian ini adalah (1) hampir semua variabel kebijakan perusahaan berhubungan dengan IOS, (2) perusahaan bertumbuh memiliki kebijakan pendanaan dan dividen yang lebih rendah dari pada perusahaan yang tidak tumbuh. (3) tidak terdapat korelasi yang signifikan antara beta sekuritas dengan IOS.

4. Iswahyuni dan L. Suryanto (2002) telah melakukan penelitian berjudul “Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh Dengan Kebijakan Pendanaan, Deviden, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan Pendekatan Asosiasi Proksi *Investment Opportunity Set* (IOS)”. Karakteristik penelitian ini mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan dan menghubungkannya dengan kebijakan dividen, pendanaan, perubahan harga saham, volume perdagangan di BEJ. Penelitian ini tidak membahas tentang realisasi pertumbuhan perusahaan. Hasilnya adalah tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan tumbuh dan tidak dalam pengambilan kebijakan pendanaan (book debt/equity), dividen, respon perubahan harga dan perubahan volume perdagangan.
5. Pagalung (2002) telah melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)”. Karakteristik penelitian ini adalah korelasi antara kesempatan

pertumbuhan (*growth opportunities*) dengan keunggulan dan keterbatasan perusahaan. hasil penelitiannya adalah keunggulan perusahaan yang direpresentasikan dalam bentuk empat variabel hanya variabel reputasi perusahaan yang memiliki arah korelasi positif terhadap IOS. Sedangkan keterbatasan perusahaan yang direpresentasikan dalam *leverage* dan variabel risiko sistematis (beta) menghasilkan hasil yang signifikan namun arah korelasinya berbeda.

6. Subekti dan Suprpti (2002) melakukan penelitian berjudul “Asosiasi antara Potensi Pertumbuhan Perusahaan dengan Volume Perdagangan Saham dan Asimetri Informasi.” Karakteristik penelitian ini adalah mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan dan dihubungkan dengan volume perdagangan saham dan asimetri informasi. Penelitian ini juga menggunakan *common factor analysis*. Hasilnya adalah perusahaan yang tumbuh mempunyai volume perdagangan lebih besar daripada perusahaan yang tidak tumbuh, dan perusahaan tumbuh memiliki asimetri informasi lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.
7. Julianto Agung dan Hartono (2002) melakukan penelitian berjudul “*Confirmatory Factor Analysis* Gabungan Proksi *Investment Opportunity Set* dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan.” Karakteristik penelitian ini adalah lebih mentail kepada realisasi pertumbuhan perusahaan. Penelitian Julianto Agung dan Hartono menggunakan pendekatan *confirmatory factor analysis*. Hasil penelitiannya

adalah model gabungan proksi IOS berbasis harga, investasi dan varian dengan realisasi pertumbuhan menunjukkan hasil yang fit.

8. Hikmah (2004) telah melakukan penelitian yang berjudul “Hubungan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Pendanaan, Dividen, dan Kompensasi. Karakteristik pada penelitian ini adalah perluasan pembahasan tentang kebijakan pendanaan, dividen dan kompensasi dengan menggunakan data *pooling* dan *cross section*. Hasil penelitiannya adalah bahwa perusahaan yang tumbuh atau mengalami peningkatan IOS akan menurunkan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen tetapi sebaliknya akan meningkatkan kebijakan pemberian kompensasi kepada manajernya.

2.1.2. Sistematika Hasil Penelitian IOS

Sistematika hasil penelitian IOS secara keseluruhan dijelaskan pada TABEL 1

TABEL 1.

Peneliti	Proksi yang digunakan	Hasil penelitian
LUAR NEGERI		
Gaver dan Gaver (1995)	MKTBKASS, MKTBKEQ, VAR dan R&D	Rasio nilai buku pasar yang paling utama, diikuti variansi dan litbang
Gaver dan Gaver (1993)	MKTBKASS, MKTBKEQ, EP, R&D, VAR dan FUNDS	Semua berhubungan positif dan signifikan, kecuali VAR

Kallapur dan Trombley (1999)	Proksi berdasarkan harga: V. A/V, BVE/MVE, PPE/V, TobinQ, DEV/V, E/P. Proksi berdasarkan investasi: R&D/V, R&D/A, R&D/S, CAPX/V, CAPX/A Variance measure: VARRET dan Beta	Proksi IOS berdasarkan harga sesuai dengan yang diperkirakan. Proksi IOS berdasarkan litbang tidak selalu berkorelasi dengan peningkatan yang dicapai, hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan tentang adanya korelasi yang positif antara litbang dengan peningkatan
DALAM NEGERI		
Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000)	PPE/BVA, MVE/BVE, P/E, MVA/BVA, CAP/BVA	MVE/BVE, MVA/BVA dan CAPBVA menunjukkan arah korelasi positif yang konsisten terhadap pertumbuhan perusahaan
Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000)	MVA/BVA, MVE/BVE, PER, CAP/BVA, CAP/MVA	Semua variabel proksi IOS signifikan sebagai rasio pertumbuhan perusahaan untuk satu tahun ke depan, setelahnya tidak lagi efektif menjadi indikator bagi perusahaan yang tumbuh
Adi Prasetyo (2000)	MKTBKASS, MKTBKEQ, EP, RACTE	Korelasi tertinggi terjadi pada MKTBKASS dan MKTBKEQ
Yetti Iswahyuni dan L.Suryanto (2002)	VARRET, PPE/BVA, P/E, MVE/BVE, MVA/BVA, CAP/MVA	Semua proksi IOS berkorelasi kuat kecuali PPE/BVA
Julianto Agung Nugroho dan Jogiyanto Hartono (2002)	MVEBVE, TOBIN-Q, VPPE, VDEP, IONS, CAPBVA, CAPMVA, VARRET, BETA	Semua gabungan proksi IOS berbasis harga, investasi dan varian berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan
Gagaring Pagalung (2002)	MVABVA, MVEBVE, PER, TOBIN-Q	MVABVA, TOBIN-Q sangat signifikan
Imam Subekti dan MAF Suprpti (2002)	PPE/BVA, MVE/BVE, MVA/BVA, BETA, CAP/BVA	BETA dan PPE/BVA mempunyai korelasi signifikan
Khoirul Hikmah (2004)	MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA	Semua proksi IOS memiliki korelasi yang tinggi dan konsisten, kecuali PER

Sumber: jurnal Iswahyuni dan ringkasan jurnal lainnya.

Dengan melihat beberapa variabel yang telah digunakan oleh para penelitian sebelumnya, bisa dikatakan bahwa pengembangan proksi pertumbuhan perusahaan disesuaikan dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam melakukan penelitian. Penulis menggunakan lima indikator proksi IOS untuk mengklasifikasikan tingkat pertumbuhan perusahaan. Secara keseluruhan penulis akan menggunakan alternatif proksi IOS sebagai berikut:

- a. Rasio MVE/BVE adalah *ratio market to book value of equity*.
- b. Rasio MVA/BVA adalah *ratio market value to book value of asset*.
- c. Rasio CAP/MVA adalah *capital expenditures to market value of asset*.
- d. Rasio CAP/BVA adalah *expenditure to book value of asset*.
- e. Rasio VPPE adalah *ratio firm value to book value of PPE*

Ratio market to book value of equity (MVEBVE) dengan dasar pemikiran MVEBVE mencerminkan pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan ekuitasnya (Hartono 1999). Penggunaan nilai pasar dalam membentuk rasio IOS menurut Gaver dan Gaver (1993) dan Hartono (1999) sudah tepat karena nilai pasar mengidentifikasikan adanya potensi kesempatan untuk tumbuh dan berinvestasi di masa depan (dalam Hikmah 2004). Dengan demikian jika rasio MVEBVE tinggi akan memiliki pertumbuhan ekuitas yang besar. Sebagaimana dinyatakan Collins dan Kothari (1998) dalam Julianto Agung (2002) bahwa perbedaan nilai pasar dengan nilai ekuitas merupakan petunjuk mengenai nilai kesempatan bertumbuh di masa yang akan datang. Smith dan

Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proksi dari IOS yang merupakan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang tumbuh mempunyai rasio lebih besar dari satu yang berarti bahwa pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya. Ini berarti rasio MVEBVE berkorelasi positif terhadap ekuitas perusahaan.

Ratio market to book value of assets (MVABVA) dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksikan dalam harga saham (Kallapur & Trombley, 1999), pasar menilai perusahaan yang sedang bertumbuh lebih besar dari nilai bukunya (Gaver & Gaver 1993). Rasio MVABVA berkorelasi positif terhadap aktiva perusahaan. Kallapur dan Trombley (1999) menemukan bukti atas korelasi ini secara signifikan.

Ratio capital expenditure to market value of asset (CAPMVA) dan *Ratio capital expenditure to book value of assets* (CAPBVA), menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan untuk aktiva produktif sehingga potensi pertumbuhan perusahaan meningkat. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga potensi pertumbuhan perusahaan dapat meningkat. Perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur dan Trombley 1999).

Seperti dijelaskan dalam Julianto Agung (2000), *Ratio firm value to book value of Property, plant & equipment* (VPPE) didasari alasan bahwa *property, plant dan equipment* (PPE) dapat menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif

(Subekti 2000). Rasio ini dapat menunjukkan investasi masa lalu pada PPE yang ditunjukkan sebagai asset in place (Skinner 1993). Nilai perusahaan lebih besar dari PPE menunjukkan bahwa perusahaan ini memiliki potensi investasi. Rasio ini berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan.

Untuk memperoleh proksi IOS yang tepat dan ekuivalen atau bernilai, maka ke lima proksi IOS yang dipilih ini akan dikorelasikan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Realisasi pertumbuhan perusahaan yang digunakan adalah realisasi pertumbuhan aset, laba, ekuitas dan penjualan. Penggunaan ke empat ukuran realisasi pertumbuhan perusahaan tersebut adalah untuk mengantisipasi ketidaktepatan pengukuran realisasi pertumbuhan dengan alternatif pengukuran tunggal (Kallapur dan Trombley 1999).

2.2. Kebijakan Dividen

Dividen adalah pembagian keuntungan yang didapat oleh perusahaan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki.

Menurut Kartadinata (1989) dalam Sumarlin (2004), dividen adalah bagian dari laba yang dibayarkan kepada pemegang saham atau investor. Dikatakan sebagian karena mungkin perusahaan menahan sebagian dari laba untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Perusahaan yang membayarkan tingkat dividen yang tinggi maka sisa laba yang ditahan akan kecil dan tingkat pertumbuhan perusahaan akan berkurang karena dana untuk investasi kembali akan berkurang akibatnya

pertumbuhan dalam laba akan sedikit terhambat. Sebaliknya, jika laba yang ditahan terlalu banyak maka tingkat dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham atau investor akan berkurang.

Dermawan (1997) dalam Susilowati (2003), menyatakan juga bahwa perusahaan dalam membuat keputusan pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba yang diperoleh sebaiknya tidak dibagikan hanya untuk dividen karena sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Schubungan dengan kebijakan dividen terlihat adanya pihak-pihak yang saling bertentangan yaitu pemegang saham dengan dividen, kepentingan perusahaan dengan *retained earning*.

Perusahaan selalu dihadapkan pada masalah penting yaitu keputusan investasi dan pembelanjaan jangka panjang serta keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Karena itu perusahaan sangat memerlukan kebijakan dividen agar dapat saling menguntungkan.

Sedangkan pengertian kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Setyawan, 1995 dalam Utomo 2002).

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini melibatkan dua pihak yaitu pemegang saham dan

Faktor penting lainnya adalah pengawasan terhadap perusahaan. Perusahaan mempunyai kebijakan hanya membiayai ekspansi dengan dana yang berasal dari sumber internal saja dijalankan atas pertimbangan bahwa kalau ekspansi dibiayai dengan dana yang berasal dari hasil penjualan saham baru akan melemahkan pengawasan dari kelompok dominan dalam perusahaan. Demikian pula apabila membiayai ekspansi dengan hutang akan memperbesar resiko finansialnya. Mempertahankan pada pembelanjaan internal dalam rangka usaha mempertahankan pengawasan terhadap perusahaan berarti akan mengurangi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

2.3. Kebijakan Pendanaan

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dan modal sendiri. Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modalnya akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi keuangan perusahaan.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham, 1999 dalam Abimanyu 2003). Manajer diberi kepercayaan oleh pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan. Dalam usahanya untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan, manajer membutuhkan dana untuk keperluan modal usaha maupun untuk kegiatan ekspansi bisnisnya.

Riyanto 1995, menyatakan bahwa setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan disatu pihak dan juga dapat membayar dividen kepada pemegang saham dilain pihak, tetapi tujuan tersebut selalu bertentangan. Hal tersebut disebabkan semakin tinggi tingkat dividen yang dibayar, semakin sedikit *retained earning*, dan sebagai akibatnya akan menghambat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga saham.

Kondisi perekonomian suatu perusahaan terikat erat dengan keputusan pendanaan (*financing*) yang dilakukannya. Keputusan pendanaan perusahaan berkaitan dengan keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Setiap perusahaan membutuhkan dana untuk dapat menjalankan aktivitasnya sehari-hari. Untuk itulah dibutuhkan sumber-sumber dana agar segala aktivitas tersebut berjalan lancar. Dalam menentukan kebijakan struktur modal, perusahaan seringkali mengalami kesulitan dalam menetapkan perimbangan yang optimal antara hutang dan modal sendiri. Perusahaan akan menggunakan hutang dengan resiko keuangan pada tingkat yang mampu dikendalikan oleh perusahaan atau tingkat hutang yang akan melindungi perusahaan dari *financial distress* (Brigham dan Gapersky, 1999 dalam Prayogo 2002).

Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan pemenuhan dengan sumber dari dalam (internal) perusahaan akan sangat mengurangi ketergantungannya kepada pihak luar. Apabila kebutuhan dana sudah demikian meningkatnya karena pertumbuhan perusahaan, dan dana dari sumber internal sudah

digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik dari utang maupun mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan akan dananya.

Untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut, perusahaan dapat memperoleh dana dari internal perusahaan ataupun dapat menarik dana dari pihak eksternal, seperti pinjaman dari perbankan, menerbitkan surat hutang (bond), dan dengan menerbitkan saham baru. Dalam melakukan penarikan dana, perusahaan harus memperhatikan biaya yang dikeluarkan akibat penarikan dana tersebut. Hal ini penting karena sumber dana dari manapun, tentu akan memberikan konsekuensi bagi perusahaan, yaitu membayar biaya modal, baik kepada pemegang saham melalui pembayaran dividen maupun kepada masyarakat melalui bunga obligasi atau bunga pinjaman ataupun untuk membayar biaya penerbitan saham baru.

Kalau dalam pemenuhan kebutuhan dana dari sumber eksternal tersebut perusahaan lebih mengutamakan pada utang saja, maka ketergantungan perusahaan tersebut pada pihak luar akan makin besar dan risiko *financial*-pun semakin besar. Sebaliknya kalau perusahaan hanya mendasarkan pada saham saja, biayanya akan sangat mahal. Karena biaya penggunaan dana yang berasal dari saham baru adalah yang paling mahal dibandingkan dengan sumber-sumber dana lainnya. Oleh karena itu, perlu diusahakan adanya keseimbangan yang optimal antara kedua sumber dana tersebut.

Karsana 2004, menyatakan bahwa apabila *internal equity* yang ada dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mengatasi masalah kebutuhan dana maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal mulai dari yang paling kecil risikonya yaitu hutang.

Hubungan antara profitabilitas perusahaan dengan penggunaan hutang oleh perusahaan diprediksikan akan berkorelasi negatif, dikarenakan perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung untuk melakukan pendanaan secara internal. Hal tersebut dikarenakan perusahaan mampu untuk mendapatkan dana internal yang besar. Pendanaan internal dapat diperoleh dari laba yang ditahan. Itu berarti bahwa semakin besar laba ditahan, semakin besar pula proporsi keuntungan yang dimiliki dan dapat digunakan oleh perusahaan. Dengan demikian perusahaan akan cenderung untuk menggunakan sedikit hutang dalam struktur modalnya karena kemampuan perusahaan menghasilkan dana internal. Namun apabila pendanaan internal tersebut belum mencukupi, perusahaan akan memenuhi kebutuhan dana melalui hutang.

Prayogo 2002, menjelaskan bahwa pendanaan internal relatif lebih murah dibandingkan dengan dana eksternal. Hal ini disebabkan karena dana internal, seperti laba yang ditahan tidak mengeluarkan *issuance cost*. Namun apabila pendanaan internal tersebut belum mencukupi, perusahaan akan memenuhi kebutuhan dana melalui hutang ataupun penerbitan saham baru. Perusahaan yang *profitable* tentunya

akan lebih mudah memenuhi dananya secara internal sehingga akan menggunakan lebih sedikit hutang.

Susilowati 2003, menyatakan bahwa *internal equity* yang diperoleh dari laba yang ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibandingkan hutang karena tidak mempunyai risiko. Hutang merupakan sumber dana lebih baik dibandingkan dengan penerbitan saham baru, meskipun keduanya mempunyai risiko, tetapi risiko hutang lebih kecil dibandingkan dengan penerbitan ekuitas baru.

Salah satu isu yang penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan ketika perusahaan melakukan ekspansi maka perusahaan tersebut membutuhkan modal.

Adyanto 2004, menyatakan pendanaan perusahaan dalam melakukan investasi dapat bersumber dari penggunaan ekuitas, hutang dan kombinasi antara ekuitas dengan hutang. Penggunaan hutang akan menguntungkan dalam suatu investasi, apabila:

1. benefit yang dihasilkan dari penggunaan hutang lebih besar daripada biaya bunga yang harus ditanggung atas penggunaan hutang tersebut.
2. tingkat pengembalian yang diharapkan dari penggunaan hutang perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan biasanya lebih baik pendanaan investasinya bersumber dari ekuitas (laba yang ditahan) dan perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tersebut akan ditandai dengan:
 - a. hutang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut kecil.

- b. dividen yang dibagikan kepada pemegang sahamnya kecil.
- c. kompensasi kepada manajemen besar.

Struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor dimana faktor-faktor yang utama yaitu, (Husnan 1985):

1. besarnya nilai yang diharap (*expected value*) dari keuntungan perusahaan. Artinya semakin besar nilai yang diharapkan (*expected value*) dari keuntungan perusahaan, maka besar kemungkinan perusahaan menggunakan hutang
2. stabilitas penjualan dan keuntungan. Artinya semakin stabil penjualan dan keuangan perusahaan. Maka semakin besar perusahaan akan menggunakan hutang jika dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.
3. kebijakan dividen, artinya semakin stabil kebijakan dividen maka semakin kecil tingkat *leverage* perusahaan.
4. pengendalian, artinya meskipun ada kemungkinan penerbitan saham baru menguntungkan, tetapi perusahaan tidak melakukannya karena dengan penerbitan saham baru akan mendilusi nilai saham dan mengurangi kendalinya pada perusahaan.
5. risiko kebangkrutan, artinya setelah melewati tingkat *leverage financial* tertentu maka tingkat bunga yang disyaratkan oleh kreditur akan semakin tinggi karena kreditur mulai khawatir terhadap kemungkinan kebangkrutan yang dialami perusahaan.

6. risiko bisnis, artinya semakin rendah risiko bisnis maka akan semakin besar kemampuan perusahaan menggunakan hutang. Dengan kata lain risiko bisnis adalah risiko yang melekat dengan operasi perusahaan dan independen dengan cara perusahaan membelanjai investasinya.

2.4. Asosiasi antara teori IOS dengan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan

Penelitian yang menguji kesesuaian dan hubungan nilai IOS dengan realisasi pertumbuhan perusahaan telah dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999). Realisasi pertumbuhan sebagai basis pengujian proksi IOS menurut Kallapur dan Trombley adalah realisasi pertumbuhan penjualan, laba, nilai buku ekuitas dan nilai buku aset. Menurut Kallapur dan Trombley (1999) nilai IOS menggambarkan prospek pertumbuhan perusahaan. pertumbuhan di masa datang merupakan implikasi IOS saat ini. Dengan asumsi set kesempatan investasi secara rata-rata mengarah ke investasi aktual, maka IOS diduga kuat memiliki korelasi dengan realisasi pertumbuhan perusahaan pada periode berikutnya. Dengan berdasarkan pada pemikiran tersebut, Kallapur dan Trombley (1999) menguji signifikansi berbagai proksi IOS secara khusus dengan berbasis pada realisasi pertumbuhan perusahaan periode berikutnya setelah tahun dasar (tahun pengukuran tingkat IOS). Dalam penelitiannya menggunakan *spearman rank correlation* sebagai ukuran pertumbuhan perusahaan. Hasil empiris yang ditemukan oleh Kallapur dan Trombley (1999) ini menunjukkan bahwa variabel rasio MVEBVE, MVABVA dan CAPBVA

menunjukkan arah korelasi yang positif signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan. Ini berarti bahwa ketiga rasio ini efektif dalam memprediksi pertumbuhan nilai buku perusahaan.

Subekti 2000, melakukan penelitian proksi IOS terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan. Mereka juga melakukan penelitian menggunakan *Spearman rank correlation*. Hasil penelitian mereka adalah mendukung penelitian Kallapur dan Trombley 1999, yang menyatakan bahwa rasio MVEBVE, MVABVA dan CAPBVA menunjukkan arah yang positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

Fijrijanti (2000) juga melakukan penelitian tentang realisasi pertumbuhan perusahaan. Penelitian mereka menggunakan analisis data *pooled* dan *cross sectional*. Kesimpulannya adalah rasio MVABVA, MVEBVE, PER, CAPBVA dan CAPMVA serta indeks umum IOS berupa SKOR dan VIOS berkorelasi positif signifikan dengan realisasi pertumbuhan pada periode setelah penetapan level IOS. Rentang konsistensi ketiga bentuk proksi IOS hanyalah satu tahun pertama setelah penetapan level IOS perusahaan.

Dengan demikian hipotesis satu yang diajukan adalah:

H1a: Rasio MVEBVE berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

H1b: Rasio MVABVA berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan

H1c: Rasio CAPMVA berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

H1d: Rasio CAPBVA berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

H1e: Rasio VPPE berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

H1f: SKOR (proksi gabungan IOS) berkorelasi positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan.

2.5. Hubungan *Investment Opportunity Set* dengan Kebijakan Dividen dan Kebijakan Pendanaan

Implikasi teori IOS berkaitan dengan kebijakan yang telah dilakukan perusahaan. Kebijakan perusahaan dapat mencerminkan tentang perilaku manajemen. Terdapat dua teori yaitu teori kontrak dan teori sinyal.

Hipotesis sinyal yang berhubungan dengan kebijakan pendanaan menurut Ross (1977) dalam Fijrijanti (2000) sebagai berikut: hipotesis sinyal merupakan model informasi tidak simetris (*asimetris*) yang memiliki implikasi terhadap variasi *cross sectional* dalam pemilihan kebijakan perusahaan. Perusahaan yang memiliki hutang relatif tinggi terhadap modal untuk menunjukkan kualitasnya yang tinggi karena berarti perusahaan memiliki keberanian dalam menghadapi potensi biaya kesulitan keuangan (*financial distress*), dengan asumsi *disparitas* informasi tetap.

Sedangkan hipotesis sinyal yang didasarkan pada kebijakan dividen adalah perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi (Miller dan Rock 1985 dalam Fijrijanti 2000). Jika sinyal meningkat karena adanya *disparitas* informasi antara manajer dan investor, maka perusahaan yang memiliki *disparitas* informasi besar, yaitu perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil, akan membayar dividen yang lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik. (Bhattacharya 1979, dalam Fijrijanti 2000).

kecil, akan membayar dividen yang lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik. (Bhattacharya 1979, dalam Fijrijanti 2000).

Beberapa penelitian menggunakan level IOS dalam kaitannya dengan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Smith dan Watts (1992) menggunakan rerangka pemikiran berdasarkan teori *contracting*. Teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi bahwa penilaian kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Smith dan Watts (1992) mendukung hipotesis kontrak bahwa perusahaan yang memiliki level IOS tinggi cenderung membagikan dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki level IOS yang tinggi cenderung membagikan dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki level IOS yang rendah. Smith dan Watts (1992) menemukan bukti bahwa perusahaan yang memiliki level IOS yang tinggi mempunyai rasio *debt to equity* yang rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi utang yang berisiko dalam struktur modalnya.

Dalam Jati Ketut (2003), menjelaskan perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi bisa dilihat dari *perspektif efficiency contracting*. Dalam *perspektif efficiency contracting*, secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang meminimalkan kos agensi (*agency cost*). Dengan demikian, manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang

diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Hartono 1999 dalam Jati Ketut 2003). Hal tersebut tentu bertentangan dengan hipotesis sinyal.

Subekti 2000, menjelaskan bahwa teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam perspektif *efficiency contracting*, secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang akan meminimalkan *cost agency*. Dengan demikian, manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan. Sesuai dengan karakteristik organisasional dan konsekuensi kos agensi, maka perbedaan diantara perusahaan yang mengarah pada perspektif *efficiency contracting* akan mencari solusi *contracting* yang baik dalam implementasi set kebijakan pendanaan dan prosedur akuntansi yang dapat diterima oleh manajemen maupun pemegang saham (Skinner 1993 dalam Subekti 2000).

Menurut Jensen (1986) dalam Lestari (2004) hubungan antar manajer dan pemegang saham tidak pernah selaras, selalu ada perbedaan kepentingan antar keduanya. Perbedaan kepentingan antar keduanya dikenal sebagai konflik keagenan yang akan menimbulkan biaya keagenan. Manajer tertarik untuk meningkatkan nilai perusahaan jika saja kompensasi manajer dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Sedangkan pemegang saham ingin agar tindakan yang dilakukan manajer lebih meningkatkan kesejahteraan mereka. Secara khusus manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal (Skinner 1993 dalam Subekti dkk. 2000).

Beberapa penelitian menggunakan level IOS dalam kaitannya dengan kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Smith dan Watts (1992) menggunakan rerangka pemikiran berdasarkan teori *contracting*. Hasil penelitian Smith dan Watts (1992), penelitian ini mengacu pada masalah agensi yang berkaitan dengan kebijakan pendanaan, dividen dan kompensasi. Smith dan Watts menemukan adanya bukti empiris bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk bertumbuh lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modalnya.

Rasio *debt to equity* yang lebih rendah bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi mengidentifikasikan pemakaian laba yang ditahan yang lebih besar dalam struktur pendanaannya. Untuk perusahaan yang memiliki level IOS tinggi, maka perusahaan akan memiliki kesempatan pertumbuhan yang lebih besar dengan menggunakan sumber pendanaan yang bersifat internal. Sumber dana internal yang bisa digunakan adalah berasal dari laba yang ditahan. Laba yang ditahan akan memiliki relevansi nilai yang lebih besar bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi, karena perusahaan tidak terlalu mengandalkan sumber dana dari pihak eksternal untuk kegiatan operasionalnya. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS rendah, maka laba yang ditahan akan menjadi kecil karena sebagian besar laba dijadikan dividen. Keadaan ini berakibat akan lebih bergantung dengan sumber dana dari pihak eksternal.

Struktur modal yang baik minimal adalah proporsi antara sumber dana internal dan eksternal. Kim (1982) dalam Subekti (2000) menyatakan bahwa salah satu tolak ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan *leverage* yang kecil karena perusahaan cenderung mengurangi resiko usahanya (risiko tidak sistematis). Sehingga secara sederhana dapat diduga perusahaan yang tumbuh mempunyai leverage yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, pernyataan ini didukung oleh Gaver dan Gaver (1993), Skinner (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Subekti (2000), Fijrijanti (2000), Prasetyo (2000), Iswahyuni dan Suryanto (2002), Hikmah (2004) yang konsisten dengan teori biaya kontrak. Dengan demikian hipotesis yang akan diuji adalah:

H2 : Perusahaan yang tumbuh mempunyai rasio *debt to equity* lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Teori *contracting* ini bertentangan dengan hipotesis sinyal. Hipotesis sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi. Investor percaya, jika perusahaan yang membayar dividen perlembar saham tinggi, perusahaan mempunyai nilai yang lebih tinggi. (Miller dan Rock 1985 dalam Fijrijanti 2000)

Penentuan kebijakan pendanaan dan dividen menurut Baclay dkk (1998) dalam Subekti (2000) perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan mempunyai kesempatan investasi yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang

rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal. Pernyataan ini konsisten dengan prediksi teori *contracting* yang mengisyaratkan bahwa perusahaan yang mempunyai opsi untuk tumbuh lebih besar akan mempunyai hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atas masalah yang berkaitan dengan hutangnya. Pernyataan ini didukung oleh Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999). Dengan demikian hipotesis alternatif yang akan diuji adalah:

H3 : perusahaan yang tumbuh membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Pemilihan Sampel dan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi: data akuntansi yang berupa laporan keuangan tahunan, deviden yang dibayar, harga penutupan saham tahunan, jumlah saham yang beredar tahun 1999-2003 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia, sedangkan sampel penelitian ini adalah perusahaan *go publik* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dipilih dengan metode *purposive judgement sampling*, yaitu sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan. Kriteria itu antara lain:

1. perusahaan *go publik* yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, menerbitkan laporan keuangannya secara konsisten dari tahun 1999-2003.
2. bukan lembaga keuangan, perbankan, asuransi, sekuritas, maupun perusahaan pemerintah, untuk mengantisipasi adanya pengaruh peraturan tertentu yang bersifat khas yang mungkin dapat mempengaruhi variabel dalam penelitian ini, sebagaimana dalam penelitian Gaver dan Gaver 1993.
3. tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif, karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna.

Tabel 2
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
jumlah sampel awal (perusahaan <i>go publik</i> sejak tahun 1999)	329
emiten yang merupakan lembaga keuangan, perbankan, asuransi, sekuritas , maupun perusahaan pemerintah	(57)
Emiten yang mengalami kerugian dan total ekuitas negatif dari tahun 1999-2003	(206)
Perusahaan yang memenuhi syarat	66
Perusahaan yang terpilih sebagai sub sampel (masing-masing 26 perusahaan tumbuh dan 26 perusahaan yang tidak tumbuh)	52

Pada Tabel 2 tersebut, menunjukkan prosedur pemilihan sampel berdasarkan pada ketentuan diatas. Hanya sebanyak 52 perusahaan yang akan digolongkan sebagai perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah bersifat *pooled* yaitu observasi yang melibatkan data *time series* dan *cross section*. Data untuk semua sampel perusahaan yang memenuhi kriteria dan jangka waktu lima tahun dimulai dari tahun 1999-2003. Prosedur pengumpulan *pooled* ini bertujuan untuk meningkatkan daya uji empiris dan mengurangi pengaruh perbedaan metode akuntansi yang diterapkan perusahaan yang menjadi sampel penelitian, karena metode akuntansi mempunyai pengaruh pada laporan keuangan dalam waktu pendek saja.

3.2. Seleksi Sampel Perusahaan Berdasarkan Nilai IOS

Pengklasifikasian sampel sebagai perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh diproksikan dengan nilai IOS dengan rumus sebagai berikut:

- a.
$$MVEBVE = \frac{(\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{total ekuitas}}$$
- b.
$$MVABVA = \frac{(\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}{\text{total aset}}$$
- c.
$$CAPMVA = \frac{(\text{total buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{(\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}$$
- d.
$$CAPBVA = \frac{\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{total aset}}$$
- e.
$$VPPE = \frac{(\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}{\text{aktiva tetap net}}$$

3.3. Pengukuran Variabel

3.3.1. Variabel Realisasi Pertumbuhan Perusahaan

- a.
$$\text{Pertumbuhan penjualan} = \frac{\text{total penjualan netto}_t - \text{total penjualan netto}_{t-1}}{\text{total penjualan netto}_{t-1}}$$
- b.
$$\text{Pertumbuhan laba} = \frac{\text{laba}_t - \text{laba}_{t-1}}{\text{laba}_{t-1}}$$

$$c. \text{ Pertumbuhan nilai buku ekuitas} = \frac{\text{total ekuitas}_t - \text{total ekuitas}_{t-1}}{\text{total ekuitas}_{t-1}}$$

$$d. \text{ Pertumbuhan asset} = \frac{\text{total asset}_t - \text{total asset}_{t-1}}{\text{total asset}_{t-1}}$$

3.3.2. Variabel Kebijakan Pendanaan:

$$a. \text{ Book debt/equity} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total nilai buku ekuitas}}$$

$$b. \text{ Market debt/equity} = \frac{\text{total hutang}}{\text{saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}$$

3.3.3. Variabel Kebijakan Dividen:

$$a. \text{ Deviden Payout} = \frac{\text{deviden perlembar saham}}{\text{laba / lembar saham}}$$

$$b. \text{ Deviden yields} = \frac{\text{deviden perlembar saham}}{\text{harga penutupan saham}}$$

3.4. Metode Analisis

Model analisis untuk menguji hipotesis satu, dua dan tiga dalam penelitian ini, diadopsi dari penelitian yang telah dilakukan Subekti (2000). Peneliti menggunakan cara yang sama tetapi berbeda periode. Periode yang digunakan adalah tahun 1999-2003. Penelitian ini bertujuan untuk menguji korelasi IOS sebagai proksi pertumbuhan perusahaan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya. Selain itu penelitian ini juga ingin menguji perbedaaan kebijakan pendanaan dan

dividen perusahaan pada perusahaan yang diklasifikasikan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan nilai IOS.

3.4.1. Penyeleksian Sampel Berdasarkan Nilai IOS

Pengukuran nilai IOS sebagai dasar klasifikasi perusahaan setiap proksinya dihitung secara rata-rata selama 5 tahun dari tahun (1999-2003). Penyeleksian sampel berdasarkan nilai IOS menurut Gaver dan Gaver (1993) menggunakan metode *common factor analysis* dalam mengklasifikasikan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Jumlah faktor yang dapat digunakan sesuai dengan jumlah variabel IOS, tetapi jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu atau jumlah suatu nilai *eigenvalues* sama atau melampaui nilai total *communalities* seluruh variabel yang digunakan (Hair dkk. 1995 dalam Subekti 2000). Faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau melebihi satu dianggap telah mewakili nilai-nilai keseluruhan variabel. Apabila faktor yang terbentuk lebih dari satu maka nilai tersebut akan dijumlahkan menjadi satu indeks faktor saja. Indeks faktor yang diperoleh selanjutnya diurutkan mulai dari yang tertinggi sampai pada yang terendah. 40% indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan yang tumbuh, sebaliknya 40% indeks terendah merupakan klasifikasi perusahaan yang tidak tumbuh. Sampel yang indeks faktornya terletak ditengah sebanyak 20% akan dihilangkan dari sampel

karena dianggap kurang ekstrem untuk membedakan klasifikasi perusahaan (Subekti & Kusuma 2000).

3.4.2. Pengujian Hipotesis Satu

Tujuan hipotesis satu adalah untuk mengetahui korelasi antara nilai IOS baik secara individu ataupun gabungan sebagai proksi pertumbuhan perusahaan dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Pengujian hipotesis satu dilakukan dengan menghitung rata realisasi pertumbuhan (aktiva, ekuitas, laba, dan penjualan) pada perusahaan sampel selama tiga tahun sekali yaitu pada tahun 1999-2001 untuk dikorelasikan dengan nilai IOS tahun 1992 dan pada tahun 1994-1996 untuk dikorelasikan dengan nilai IOS tahun 1993. Pengujian korelasi ini menggunakan uji korelasi *Spearman Rank Correlation*. Selanjutnya perusahaan di peringkat berdasarkan nilai IOS-nya. Analisis *Spearman Rank Correlation* digunakan untuk menguji asosiasi rangking antar dua variabel dan sama sekali tidak mengisyaratkan bentuk distribusi tertentu terhadap data (Conover 1990 dalam Iswahyuni 2002).

Di dalam pengujian ini digunakan variabel *Dummy* untuk jenis perusahaan yaitu perusahaan manufaktur diberi nilai 1 dan perusahaan jasa diberi nilai 0. Variabel *Dummy* digunakan untuk mengetahui adanya pengaruh jenis perusahaan terhadap kesimpulan penelitian. Dengan kata lain, variabel *Dummy* digunakan untuk menentukan apakah hasil penelitian dapat digeneralisir atau tidak.

3.4.3. Pengujian Normalitas

Sebelum pengujian hipotesis dua dan tiga, uji normalitas sangat penting untuk kepentingan analisis statistik karena kaidah statistik adalah terdapat data dengan distribusi atau kurva normal. Dengan kata lain, tiap nilai observasi dibandingkan dengan nilai harapan/hipotetik dari distribusi normal. Pengujian normalitas data ini bertujuan untuk menentukan alat analisis yang tepat, apakah menggunakan alat statistik parametrik atau non parametrik. Uji normalitas menggunakan Kolmogorov-Smirnov yaitu uji normalitas secara parametrik. Syarat normal yaitu $p > 0,05$. Uji Kolmogorov-Smirnov terhadap variabel yang berkaitan dengan pengujian ini yaitu *ratio book debt to equity, market debt to equity, dividend payout, dividend yield*.

3.4.4. Pengujian Hipotesis Dua dan Tiga

Tujuan pengujian hipotesis ini adalah untuk mengetahui adanya perbedaan rata-rata antara kebijakan pendanaan dan dividen pada perusahaan tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh selama lima tahun yaitu pada tahun 1999-2003.

Jika data yang diolah normal maka uji yang dilakukan adalah uji-t. Dalam suatu penelitian, bila ingin membandingkan dua kelompok, apakah ada perbedaan antara dua kelompok tersebut, maka yang digunakan untuk menganalisis adalah uji-t, yang prinsipnya hanya membandingkan kelompok rerata.

Jika data tidak memenuhi syarat normalitas, maka dilakukan uji beda rata-rata non parametrik yaitu uji U Mann Whitney yang secara statistik terbukti lebih akurat, pernyataan ini sepaham dengan Iswahyuni dan L. Suryanto (2002). Dalam pengujian ini digunakan variabel Dummy yaitu perusahaan yang tumbuh diberi nilai 1 dan perusahaan yang tidak tumbuh diberi nilai 0.

Apabila perbandingan kedua kelompok mean tersebut, taraf signifikansinya kurang 0,05 dapat dikatakan bahwa kedua kelompok tersebut berbeda secara signifikan.

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1. Penyeleksian Sampel Menjadi Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh

Prosedur analisis faktor digunakan untuk menyeleksi perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Prosedur ini digunakan karena dapat mengidentifikasi dimensi-dimensi laten atau membentuk representasi atas variabel-variabel asli (Hair dkk, 1995 dalam Iswahyuni 2002).

Nilai masing-masing rasio digunakan sebagai proksi IOS dihitung setiap tahun dan setiap perusahaan sampel mulai dari tahun 1999-2003. selanjutnya rasio yang diperoleh dari setiap proksi IOS selama lima tahun, dihitung rata-ratanya, untuk diperoleh satu nilai IOS dari setiap proksi IOS dan setiap perusahaan sampel. Rasio rata-rata setiap proksi IOS dan setiap perusahaan ini kemudian digunakan sebagai data input dalam prosedur analisis faktor.

Common factor analysis adalah model faktor yang didasarkan pada suatu pengurangan matrik korelasi. *Communality* adalah jumlah varian variabel-variabel asli yang terbagi pada semua variabel yang termasuk dalam analisis (Hair dkk. 1995 dalam Subekti 2000).

Pada tabel 3, menunjukkan hasil *common factor analysis* terhadap lima proksi pertumbuhan perusahaan. Dalam tabel 3 tersebut, terdapat nilai *communalities* IOS individu, nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas

variabel asli. Jumlah ke 5 nilai *communalities* tersebut adalah 4,074. Untuk mencapai nilai *communalities* dibutuhkan 2 faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* diatas satu, yaitu faktor satu (2,364) dan faktor dua (1,710). Dalam kasus ini, terdapat dua faktor yang dibutuhkan untuk menjelaskan hubungan timbal balik antara proksi IOS.

Dalam tabel 3 (component matrix), menunjukkan korelasi antara faktor dan nilai IOS. Faktor 1 berkaitan dengan rasio nilai pasar pada nilai buku (*market to book ratio*) pada aset dan ekuitas. *Loading* atas MVEBVE dan MVABVA yaitu 0,857 dan 0,874. Faktor 2 berkaitan dengan rasio aliran tambahan modal saham (*Capital expenditure*) pada nilai pasar dan nilai buku. Yaitu rasio CAPBVA dan CAPMVA, *loading* masing-masing rasio tersebut adalah 0,668 dan 0,776. Sedangkan VPPE tidak layak dijadikan prediktor pertumbuhan perusahaan. Karena standar terendah nilai faktor *loading* yang digunakan banyak peneliti adalah 0,4 (Sharma 1996 dalam Fijrijanti 2000).

Penentuan perusahaan dalam kelompok perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh didasarkan pada penjumlahan indeks kedua faktor tersebut ($Fac_1 + Fac_2$). Penjumlahan indeks ini (Fac_Sum) kemudian diperingkati mulai dari yang terbesar sampai yang terkecil. Di mana 40% indeks tertinggi merupakan kelompok perusahaan tumbuh dan 40% indeks terendah merupakan kelompok perusahaan yang tidak tumbuh. Dan 20% yang terletak ditengah-tengah dihilangkan dari sampel karena dianggap kurang ekstrem (Subekti dan Kusuma 2000). Lampiran 2, menunjukkan hasil klasifikasi untuk perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam

penelitian ini. Dalam penelitian ini terdapat 26 perusahaan tumbuh dan 26 perusahaan yang tidak tumbuh.

4.2. Analisis Hipotesis Satu (H1a, b, c, d, e, f)

IOS sebagai proksi pertumbuhan perusahaan akan diuji kemampuan prediksinya dengan menggunakan uji korelasi *Spearman Rank* terhadap realisasi perusahaan pada masa setelah nilai IOS dihitung. Peneliti mengadopsi cara yang digunakan oleh Subekti (2000), yaitu (1) IOS tahun 1999 akan dikorelasikan dengan rata-rata realisasi pertumbuhan perusahaan sampel tahun 2000-2002. (2) IOS tahun 2000 akan dikorelasikan dengan rata-rata realisasi pertumbuhan perusahaan sampel tahun 2001-2003. Sebelum dikorelasikan, rata-rata realisasi pertumbuhan akan diperingkat dari yang tertinggi sampai peringkat yang terendah berdasarkan nilai IOS.

Tabel 4 menunjukkan hasil dari uji Spearman Rank antara proksi IOS dan realisasi pertumbuhan perusahaan. Rasio MVEBVE pada tahun 1999 dan 2000 dengan realisasi pertumbuhan aset, ekuitas, penjualan adalah positif dan signifikan. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan aset sebesar 0,315 dan 0,497. Proksi MVEBVE terhadap realisasi pertumbuhan aset berkorelasi positif signifikan. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan ekuitas sebesar 0,306 dan 0,381. Proksi ini juga berkorelasi positif signifikan. Demikian halnya, terhadap realisasi pertumbuhan penjualan yang mempunyai korelasi positif signifikan. Nilai korelasinya sebesar 0,313 dan 0,284. Rasio MVEBVE mempunyai korelasi yang tidak konsisten terhadap

realisasi pertumbuhan laba. Nilai korelasinya terhadap laba adalah 0,261 dan -0,061. Tingkat signifikan masing-masing sebesar 0,062 dan 0,667. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung hipotesis 1a (H1a) yang diajukan kecuali terhadap realisasi laba.

Rasio MVABVA menunjukkan korelasi positif signifikan terhadap pertumbuhan aset, ekuitas, penjualan secara konsisten pada IOS 1999 dan IOS 2000. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan aset sebesar 0,322 dan 0,290. Tingkat signifikannya sebesar 0,05. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan ekuitas sebesar 0,289 dan 0,317 dengan signifikan pada level 0,05. Korelasi terhadap pertumbuhan penjualan nilainya sebesar 0,308 dan 0,289. Kedua nilai ini berkorelasi signifikan pada level 0,05. Proksi MVABVA mempunyai korelasi yang tidak signifikan terhadap realisasi pertumbuhan laba. Nilai korelasinya masing-masing adalah 0,231 dan 0,117. Tingkat signifikannya sebesar 0,100 dan 0,408. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1b (H1b) yang diajukan pada penelitian ini dapat diterima. Penelitian ini tidak mendukung proksi MVABVA terhadap realisasi pertumbuhan laba.

Rasio CAPBVA menunjukkan korelasi yang positif signifikan pada pertumbuhan aset, ekuitas dan penjualan. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan aset sebesar 0,361 dan 0,393 dengan tingkat signifikan sebesar 0,01. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan ekuitas sebesar 0,294 dan 0,273 dengan signifikan pada level 0,05. Korelasi proksi CAPBVA terhadap pertumbuhan penjualan nilai korelasinya sebesar 0,285 dan 0,280 serta signifikan pada level 0,05. Korelasi proksi CAPBVA

terhadap realisasi pertumbuhan laba sebesar -0,059 dan -0,185. Tingkat signifikannya masing-masing sebesar 0,679 dan 0,188. Hal ini berarti bahwa hipotesis 1c (H1c) dapat diterima, kecuali terhadap realisasi pertumbuhan laba. Hal ini disebabkan karena arah korelasi terhadap realisasi pertumbuhan laba adalah negatif.

Rasio CAPMVA menunjukkan korelasi yang konsisten terhadap realisasi pertumbuhan aset, ekuitas dan penjualan. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan aset sebesar 0,279 dan 0,280 dengan tingkat signifikan sebesar 0,05. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan ekuitas sebesar 0,338 dan 0,277 dengan signifikan pada level 0,05. Korelasi terhadap pertumbuhan penjualan nilainya sebesar 0,352 dan 0,277 pada tingkat signifikan sebesar 0,05. Nilai korelasi CAPMVA pada tahun 1999 terhadap realisasi pertumbuhan laba berkorelasi positif signifikan. Nilai korelasinya sebesar 0,336 dan tingkat signifikannya adalah 0,015. Hal ini berbeda pada CAPMVA tahun 2000 yang memiliki korelasi negatif sebesar -0,175 dengan tingkat signifikan sebesar 0,216. Korelasi terhadap realisasi laba tidak konsisten. Dengan demikian, penelitian ini mendukung Hipotesis 1d (H1d) kecuali terhadap realisasi pertumbuhan laba.

Rasio VPPE memiliki korelasi yang positif terhadap realisasi pertumbuhan aset, ekuitas, penjualan dan laba tetapi tidak signifikan. VPPE hanya memiliki nilai korelasi yang signifikan pada pertumbuhan aset terhadap VPPE tahun 1999 yaitu sebesar 0,317 signifikan pada level 0,05. Nilai korelasi rasio ini terhadap pertumbuhan aset sebesar 0,317 dan 0,216. Nilai korelasi terhadap realisasi

pertumbuhan ekuitas sebesar 0,266 dan 0,192. Nilai korelasi terhadap realisasi pertumbuhan penjualan sebesar 0,110 dan 0,092. Nilai korelasi terhadap realisasi pertumbuhan laba sebesar 0,035 dan tingkat signifikannya sebesar 0,805. Fakta yang tidak konsisten ini menunjukkan bahwa proksi VPPE ini kurang akurat dalam memprediksikan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian, hipotesis 1e (H1e) tidak dapat diterima.

Proksi gabungan yang digunakan pada penelitian ini adalah SKOR. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa SKOR berkorelasi positif signifikan pada realisasi pertumbuhan aset, ekuitas, dan penjualan. Nilai korelasi terhadap pertumbuhan aset sebesar 0,335 dan 0,409. Keduanya signifikan pada level 0,01. Korelasi terhadap realisasi pertumbuhan ekuitas sebesar 0,400 dan 0,327. Tingkat signifikannya masing-masing pada level 0,01 dan 0,05. Terhadap pertumbuhan penjualan sebesar 0,273 dan 0,304. Keduanya signifikan pada level 0,05. Nilai korelasi terhadap realisasi pertumbuhan laba Skor hanya menunjukkan arah korelasi yang positif signifikan pada Skor tahun 1999 saja. Nilai korelasinya sebesar 0,281 dan tingkat signifikan sebesar 0,043. Skor tahun 2000 menunjukkan arah korelasi yang negatif terhadap realisasi pertumbuhan laba. Nilai korelasinya sebesar -0,163 dengan tingkat signifikan sebesar 0,247. Dengan demikian, penelitian ini mendukung hipotesis 1f (H1f) yang diajukan, kecuali terhadap realisasi pertumbuhan laba. Hal ini menunjukkan bahwa Skor faktor yang merupakan proksi gabungan IOS dapat memperkuat hasil pengujian pada penelitian ini serta mengurangi potensi *measurement error*.

Seluruh hasil pengujian korelasi proksi IOS baik individual ataupun gabungan terhadap realisasi pertumbuhan menunjukkan proksi IOS individu ataupun gabungan hanya berkorelasi positif signifikan pada realisasi pertumbuhan aset, ekuitas dan sales. Sebaliknya, korelasi IOS terhadap realisasi pertumbuhan laba menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Berdasarkan beberapa penelitian seperti yang telah dilakukan oleh Fijrijanti (2000) dan Jati ketut (2003) mengalami ketidakkonsistenan pada proksi IOS terhadap realisasi pertumbuhan laba. Pada penelitian Kallapur dan Trombley (1999) juga mengalami ketidakkonsistenan pada proksi IOS terhadap realisasi pertumbuhan laba. Terjadinya banyak ketidakkonsistenan pada proksi IOS terhadap realisasi pertumbuhan laba kemungkinan besar disebabkan oleh (1) variabilitas laba yang sangat tinggi antar perusahaan sampel dan antar periode (2) potensi *measurement error* dan *classification error* dan keterbatasan data sampel di Indonesia saat ini menjadi pertimbangan utama dalam melakukan analisis. (3) jumlah data sampel pertahun sangat sedikit, hal ini disebabkan terlalu sedikit perusahaan yang tidak mengalami kerugian selama 5 tahun (1999-2003).

Dalam penelitian ini, tidak terdapat pengaruh terhadap pemisahan antara perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa. Variabel *Dummy* mempunyai nilai korelasi yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa hasil penelitian dapat digeneralisir tanpa harus melakukan pemisahan jenis perusahaan dan jenis perusahaan tidak mempengaruhi kesimpulan penelitian.

4.3. Analisis Hipotesis Dua dan Tiga (H2 & H3)

Sebelum melakukan pengujian H2 dan H3, maka diperlukan uji normalitas data dengan uji Kolmogorov-smirov. Pengujian ini dilakukan agar data tidak bias. Data yang berkaitan dengan pengujian H2 dan H3 meliputi *book debt to equity* (BDE), *market debt to equity* (MDE), *dividend payout* (DP), *dividend yield* (DY).

Tabel 5 memperlihatkan hasil pengujian normalitas seluruh data selama lima tahun (1999-2003) dari variabel tersebut baik perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Tabel 5 menunjukkan bahwa semua data yang menjadi variabel dalam pengujian H2 dan H3 mempunyai nilai *asymptotic Sig (2 tailed)* di bawah 0.05 atau signifikan ($p < 0.05$). Kondisi ini menunjukkan bahwa data-data tersebut tidak memenuhi asumsi normalitas ($p > 0.05$). Dengan demikian, pengujian H2 dan H3 tidak mungkin di uji dengan menggunakan uji-t. Pengujian H2 dan H3 dilakukan uji non parametrik yaitu uji U Mann Whitney.

Hasil pengujian H2 dan H3 ditunjukkan pada tabel 6. Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa *mean rank* dan *sum of rank* dari rasio *book debt to equity* (BDE) untuk perusahaan tumbuh masing-masing sebesar 119,62 dan 15550,00 sebaliknya pada perusahaan yang tidak tumbuh masing-masing sebesar 141,38 dan 18380,00. Rasio BDE mempunyai nilai *asymptotic sig (2 tailed)* sebesar 0,020.

Perbandingan ini juga searah dengan rasio *market to equity* (MDE) yang mempunyai *mean rank* dan *sum of rank* sebesar 111,83 dan 14538,00 untuk

perusahaan tumbuh dan sebesar 149,17 dan 19392,00 untuk perusahaan yang tidak tumbuh. Rasio MDE memiliki *asymptotic sig. (2 tailed)* sebesar 0,000.

Hasil pengujian empiris ini menunjukkan hasil yang konsisten. Dengan mendukung hipotesis dua (H2). Ini berarti bahwa terdapat perbedaan secara signifikan dalam kebijakan pendanaan pada perusahaan tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh. Perusahaan tumbuh cenderung memenuhi kebutuhan dananya melalui internal. Hal tersebut ditunjukkan pada rasio hutang pada struktur modal pada perusahaan tumbuh lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Untuk kebijakan dividen payout, perbandingan *mean rank* dan *sum of rank* dividen payout untuk perusahaan tumbuh sebesar 77,80 dan 6691,00 dan perusahaan tidak tumbuh sebesar 96,98 dan 8534,00. Rasio dividen payout memiliki tingkat signifikan sebesar 0,012. Hal ini berarti terdapat perbedaan dividen payout secara signifikan.

Demikian halnya dengan dividen yield yang memiliki *mean rank* dan *sum of rank* untuk perusahaan tumbuh sebesar 76,05 dan 6540,00 dan untuk perusahaan tidak tumbuh sebesar 98,69 dan 8685,00. Rasio dividen yield memiliki *asymptotic sig* sebesar 0,003. Hal ini berarti terdapat perbedaan yang signifikan pada dividen yield.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis tiga (H3), bahwa perusahaan tumbuh memiliki kebijakan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Adanya laba yang ditahan digunakan untuk membiayai usaha, agar tingkat ketergantungan pada pihak eksternal berkurang.

Hasil penelitian ini cenderung mendukung hipotesis kontrak: bahwa perusahaan bertumbuh memiliki *leverage* dan kebijakan dividen relatif lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Hal ini didukung oleh penelitian sebelumnya yaitu Gaver dan Gaver 1993, Subekti 2000, Fijrijanti 2000, Prasetyo 2000, Hikmah 2004.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Hipotesis alternatif pertama penelitian ini bahwa rasio MVEBVE, MVABVA, CAPBVA dan CAPMVA memiliki korelasi positif signifikan terhadap realisasi pertumbuhan aset, ekuitas dan penjualan. Rasio MVEBVE, MVABVA, CAPBVA dan CAPMVA tidak memiliki korelasi yang konsisten terhadap realisasi pertumbuhan laba. Selanjutnya untuk rasio VPPE memiliki korelasi yang tidak konsisten terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan aset, ekuitas, penjualan dan laba. Maka rasio VPPE tersebut tidak efektif sebagai prediksi pertumbuhan perusahaan. Ini mungkin disebabkan karena data VPPE sangat heterogen. Sebaliknya untuk rasio MVEBVE, MVABVA, CAPBVA dan CAPMVA efektif dalam memprediksi pertumbuhan perusahaan kecuali pada pertumbuhan laba. Semakin banyak proksi IOS akan menunjukkan hasil yang semakin akurat (Sami dkk 1999 dalam Subekti 2000). *Skor faktor* yang merupakan proksi gabungan IOS menunjukkan arah yang konsisten terhadap realisasi pertumbuhan aset, ekuitas dan penjualan. *Skor faktor* juga tidak memiliki korelasi yang konsisten terhadap realisasi pertumbuhan laba. Ini merupakan salah satu indikasi bahwa skor faktor dapat memberikan petunjuk mengenai level IOS perusahaan secara lebih baik kecuali terhadap pertumbuhan laba. Dalam penelitian ini, tidak terdapat pengaruh terhadap

pemisahaan antara perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa karena variabel *Dummy* mempunyai nilai korelasi yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa nilai IOS terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan dapat diterapkan secara keseluruhan untuk perusahaan manufaktur maupun perusahaan jasa.

Hasil penelitian U Mann Whitney terhadap kebijakan pendanaan antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan eksternal yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan tidak tumbuh. Dengan demikian hipotesis dua (H2) dapat diterima. Hasil ini mengidentifikasi bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung mendanai usahanya secara internal.

Jadi penelitian ini mendukung teori kontrak yang secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal. Dalam hal ini agen diwakili oleh manajer dan prinsipal diwakili oleh pemegang saham. Manajer berkeinginan meningkatkan nilai perusahaan sehingga tingkat keberhasilannya bisa diketahui dan akhirnya bisa mempertahankan posisinya sebagai manajer. Sedangkan pemegang saham berkeinginan laba yang diperoleh tidak berkurang akibat kewajiban membayar bunga hutang. Hasil ini didukung oleh penelitian Gaver dan Gaver 1993, Subekti dan Kusuma 2000, Fijrijanti dan Hartono 2000, Prasetyo 2000, Hikmah 2004.

Hasil penelitian terhadap kebijakan dividen payout dan yield secara konsisten menerima hipotesis tiga (H3). Bahwa perusahaan tumbuh memiliki kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Hasil ini konsisten bahwa perusahaan yang tumbuh menganut teori kontrak, yang mengutamakan kebijakan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya perusahaan yang tidak tumbuh lebih banyak menganut teori *signaling*. Yaitu jika perusahaan membayar dividen yang besar berarti perusahaan memberikan satu sinyal bahwa perusahaan dalam keadaan baik kondisi keuangannya. Namun demikian, pandangan ini menurut teori *contracting* hanya merupakan sinyal kepada pihak luar agar perusahaan lebih mudah dalam memperoleh sumber pendanaan baru.

5.2.Saran

1. pembahasan proksi IOS dalam penelitian ini kurang mendalam, hal ini dikarenakan sulitnya mencari literatur yang membahas asosiasi proksi IOS secara mendetail dan menyeluruh. Untuk itu pada penelitian yang akan datang diharapkan dapat menelaah secara mendetail.
2. Jumlah sampel pertahun sangat kecil. Sangat terbatasnya jumlah sampel pada penelitian ini mengakibatkan daya ujinya rendah membuka peluang untuk dilakukannya penelitian yang sama di masa yang akan datang dengan jumlah sampel yang lebih memadai dalam rangka memperkuat hasil penelitian empirik.

3. Penelitian ini tidak mempertimbangkan struktur pemilikan perusahaan. Dan diharapkan penelitian berikutnya dapat memperhatikan struktur pemilikan perusahaan.
4. Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini hanya terdiri dari lima proksi saja. Hal ini dapat menjadi masukan bagi penelitian berikutnya untuk memperbanyak proksi IOS untuk mengurangi terjadinya *measurement error*.
5. Data yang digunakan penelitian ini adalah hanya lima tahun (1999-2003). Penelitian berikutnya sebaiknya memperbanyak data dengan cara memperpanjang periode pengamatan.
6. Penelitian ini tidak memasukkan variabel kontrol misalnya ukuran perusahaan karena sedikitnya jumlah sampel yang ada, dikhawatirkan jumlah sampel menjadi semakin kecil. Dengan demikian bagi peneliti berikutnya agar menambahkan variabel-variabel lain baik sebagai pengontrol maupun variabel terikat.

DAFTAR PUSTAKA

- Abimanyu, 2003, "*Pengaruh Perubahan Earnings Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan*", Thesis MM UGM.
- Adyanto Hanung, 2004, "*Pengaruh Return on Equity, Book Value, Debt to Equity Ratio Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI*", Skripsi UPN.
- Agung Julianto dan Hartono Jogiyanto, 2002, "*Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi IOS dan Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan*", Simposium Nasional Akuntansi 5. pp. 192-212.
- Fijrijanti Tettet. 2000, "*Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*", Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M. Gaver, 1993, "*Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*", *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16. pp. 19-160.
- Hartono Jogiyanto. 1998, "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", Yogyakarta: BPFE.
- Hikmah Khoirul. 2004, "*Hubungan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Pendanaan, Dividen dan Kompensasi*", *Utilitas*, Vol 12. No. 2. pp 55-78.
- Husnan Suad, 1985, "*Pembelanjaan Perusahaan (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*", Edisi 2. Yogyakarta: Liberty.
- Iswahyuni Yetti dan L.Suryanto. 2002, "*Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Dividen, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan Pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS)*", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol 9. pp.120-148.

- Jati I Ketut, 2003, "*Relevansi nilai Dividend Yield dan Price Earning Ratio dengan Moderasi IOS dalam Penilaian Harga Saham*", Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Karsana Yusuf Widya, 2004, "*Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan antara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan*", Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Lestari Holydia, 2004, "*Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi*", Thesis Pasca Sarjana UGM.
- Pagalung Gagaring, 2002, "*Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)*", Simposium Nasional Akuntansi 5. pp.662-672.
- Prayogo Joko (2002), "*Analisa Struktur Modal Industri di BEJ beserta Faktor yang Mempengaruhinya*", Thesis MM UGM.
- Presetyo Adi, 2000, "*Asosiasi Antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar : Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta*", Simposium Nasional Akuntansi III. pp. 878-905.
- Riyanto Bambang, 1995, "*Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*", Edisi 4, Yogyakarta: BPFE.
- Smith Jr, Clifford W, dan Ross L. Watts, 1992, "*The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Devidend, and Compensation Policies*", Journal of Accounting and Economics, Vol 32. pp. 263-292.
- Subekti Imam 2000, "*Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, serta Implikasinya pada Perusahaan Harga saham*", Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Subekti Imam dan Suprpti MAF, 2002, "*Asosiasi Antara Potensi Pertumbuhan Perusahaan dengan Volume Perdagangan Saham dan Asimetri Informasi*", Simposium Nasional Akuntansi 5. pp. 356-370.

- Sumarlin, 2004, "*Pengaruh Dividen perShare dan Debt Equity Ratio terhadap Risiko Sistematis Saham pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ*", Skripsi UPN.
- Susilowati Yeye, 2003, "*Hubungan Antara Peluang Investasi dengan Arus Kas, Kebijakan Pendanaan, dan Dividen*", FOKUS Ekonomi. Vol 2. NO.1. pp. 24-31.
- Utomo Adi Nurcahyo, 2002, "*Analisis Faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ*", Skripsi UPN.

TABEL 3**Factor Analysis****Communalities**

	Initial	Extraction
MVEBVE	1,000	,925
MVABVA	1,000	,941
CAPBVA	1,000	,937
CAPMVA	1,000	,912
VPPE	1,000	,358

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,364	47,280	47,280	2,364	47,280	47,280
2	1,710	34,201	81,481	1,710	34,201	81,481
3	,799	15,987	97,468			
4	,108	2,155	99,623			
5	,019	,377	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix^a

	Component	
	1	2
MVEBVE	,857	-,438
MVABVA	,874	-,422
CAPBVA	,681	,688
CAPMVA	,557	,776
VPPE	,305	-,515

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 2 components extracted.

TABEL 4

Korelasi *Spearman Rank* antara IOS dengan realisasi pertumbuhan

IOS	spearman's rho N = 52	realisasi pertumbuhan perusahaan			
MVEBVE 99		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,315 [*]	,306 [*]	,313 [*]	,261
	Sig. (2-tailed)	,023	,027	,024	,062
MVEBVE 00		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	,497 ^{**}	,381 ^{**}	,284 [*]	-,061
	Sig. (2-tailed)	,000	,005	,041	,667
MVABVA 99		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,322 [*]	,289 [*]	,308 [*]	,231
	Sig. (2-tailed)	,020	,038	,026	,100
MVABVA 00		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	,290 [*]	,317 [*]	,289 [*]	,117
	Sig. (2-tailed)	,037	,022	,038	,408
CAPBVA 99		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,361 ^{**}	,294 [*]	,285 [*]	-,059
	Sig. (2-tailed)	,009	,034	,040	,679
CAPBVA 00		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	,393 ^{**}	,273 [*]	,280 [*]	-,185
	Sig. (2-tailed)	,004	,050	,044	,188
CAPMVA 99		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,279 [*]	,338 [*]	,352 [*]	,336 [*]
	Sig. (2-tailed)	,045	,014	,010	,015
CAPMVA 00		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	,280 [*]	,277 [*]	,277 [*]	-,175
	Sig. (2-tailed)	,044	,047	,047	,216
VPPE 99		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,317 [*]	,266	,110	,035
	Sig. (2-tailed)	,022	,056	,438	,805
VPPE 00		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	,216	,192	,092	,035
	Sig. (2-tailed)	,125	,173	,516	,805
SKOR 99 (proksi gabungan)		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,355 ^{**}	,400 ^{**}	,273 [*]	,281 [*]
	Sig. (2-tailed)	,010	,003	,050	,043
SKOR 00 (proksi gabungan)		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	,409 ^{**}	,327 [*]	,304 [*]	-,163
	Sig. (2-tailed)	,003	,018	,029	,247
Dummy (jenis perusahaan)		Aset 00-02	Equity 00-02	Sales 00-02	Laba 00-02
	Correlation Coefficient	,154	,202	,264	-,081
	Sig. (2-tailed)	,277	,151	,059	,569
		Aset 01-03	Equity 01-03	Sales 01-03	Laba 01-03
	Correlation Coefficient	-,057	,032	,057	,137
	Sig. (2-tailed)	,690	,820	,690	,332

* signifikan pada level 0,05

** signifikan pada level 0,01

TABEL 5*One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

			BDE	MDE	DP	DY
N			260	260	174	174
Normal Parameters ^{a,b}	Mean		1.19851100	1.66921985	2.1164067	.11328283
	Std. Deviation		1.652681828	2.7917728	24.150043	.15747796
Most Extreme Differences	Absolute		.240	.275	.514	.260
	Positive		.224	.262	.514	.260
	Negative		-.240	-.275	-.465	-.237
Kolmogorov-Smirnov Z			3.862	4.433	6.774	3.434
Asymp. Sig. (2-tailed)			.000	.000	.000	.000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

TABEL 6*Mann-Whitney Test**Ranks*

PERUSH		N	Mean Rank	Sum of Ranks
BDE	tidak tumbuh	130	141.38	18380.00
	tumbuh	130	119.62	15550.00
	Total	260		
MDE	tidak tumbuh	130	149.17	19392.00
	tumbuh	130	111.83	14538.00
	Total	260		
DP	tidak tumbuh	88	96.98	8534.00
	tumbuh	86	77.80	6691.00
	Total	174		
DY	tidak tumbuh	88	98.69	8685.00
	tumbuh	86	76.05	6540.00
	Total	174		

Test Statistics^a

	BDE	MDE	DP	DY
Mann-Whitney U	7035.000	6023.000	2950.000	2799.000
Wilcoxon W	15550.000	14538.000	6691.000	6540.000
Z	-2.334	-4.003	-2.510	-2.965
Asymp. Sig. (2-tailed)	.020	.000	.012	.003

a. Grouping Variable: PERUSH

LAMPIRAN 1

NO.	CODE	NAMA PERUSAHAAN
1	ACAP	Andhi Candra Automotive Products Tbk
2	AGIS	AGIS Tbk
3	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk
4	ALFA	Alfa Retailindo Tbk
5	AQUA	Aqua Golden Mississippi Tbk
6	ASGR	Astra Graphia Tbk
7	AUTO	Astra Otoparts Tbk
8	BATA	Sepatu BATA Tbk
9	BATI	BAT Indonesia Tbk
10	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk
11	BRAM	Branta Mulia Tbk
12	BRNA	Berlina Tbk
13	CMPP	Centris Multi Persada Pratama Tbk
14	CTBN	Citra Tubindo Tbk
15	CTRS	Citra Surya Tbk
16	DLTA	Delta Djakarta Tbk
17	DNKS	Dankos
18	DUTI	Duta Pertiwi Tbk
19	DYNA	Dynaplast Tbk
20	EKAD	Ekadharma Tape Industry Tbk
21	FAST	Fast Food Indonesia Tbk
22	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk
23	GGRM	Gudang Garam Tbk
24	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development Tbk
25	HERO	Hero Supermarket Tbk
26	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk
27	HITS	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk
28	HMSP	HM Sampoerna Tbk
29	IGAR	Igarjaya Tbk
30	INCI	Intanwijaya Internasional Tbk
31	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
32	INTA	Intraco Penta Tbk
33	ISAT	Indosat Tbk
34	JRPT	Jaya Real Property Tbk
35	KAEF	Kimia Farma Tbk
36	KOMI	Komatsu Indonesia Tbk
37	KPIG	Kridaperdana Indahgraha Tbk
38	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk
39	LION	Lion Metal Works Tbk
40	LTLS	Lautan Luas Tbk
41	MERK	Merck Indonesia Tbk
42	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
43	MLPL	Multipolar Tbk

NO.	CODE	NAMA PERUSAHAAN
44	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk
45	MRAT	Mustika Ratu Tbk
46	PBRX	Pan Brothers Tex Tbk
47	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk
48	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk
49	RIGS	Rig Tenders Tbk
50	SHDA	Sari Husada Tbk
51	SMDR	Samudra Indonesia Tbk
52	SMGR	Semen Gresik Tbk
53	SMRA	Summarecon Agung Tbk
54	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
55	SONA	Sona Topas Tourism Industry Tbk
56	STTP	Siantar TOP Tbk
57	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk
58	TCID	Mandom Indonesia Tbk
59	TIRT	Tirta Mahakam Plywood Inds. Tbk
60	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
61	TSPC	Tempo Scan Pasific Tbk
62	TURI	Tunas Ridean Tbk
63	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk
64	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk
65	UNTR	United Tractors Tbk
66	UNVR	Unilever Indonesia Tbk

LAMPIRAN 2

Nilai variabel IOS sebagai indikator perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh

NO	CODE	MVEBVE	MVABVA	CAPMBVA	CAPMVA	VPPE	FAC_1	FAC_2	FAC_SUM	kelompok
1	AIMS	0.615016	0.949641	0.066364	0.184482	10.525230	0.781460	2.135710	2.917170	tumbuh
2	DYNA	1.005013	1.015068	0.114165	0.124534	1.895078	0.934340	1.884540	2.818880	tumbuh
3	ISAT	1.613362	1.498935	0.120252	0.116679	5.391614	1.283540	1.507980	2.791520	tumbuh
4	TIRT	7.023347	4.410145	0.134597	0.106948	12.287350	3.835100	-1.059690	2.775410	tumbuh
5	AQUA	2.013704	1.407223	0.119622	0.092985	2.614797	1.210900	1.226490	2.437390	tumbuh
6	ACAP	2.017392	1.939652	0.088171	0.109303	5.010092	1.290140	0.875640	2.165780	tumbuh
7	STTP	1.447057	1.313489	0.106438	0.077081	2.528736	0.857230	1.153580	2.010810	tumbuh
8	KAEF	0.953128	1.030349	0.063729	0.116571	4.404657	0.518260	1.383380	1.901640	tumbuh
9	ULTJ	1.641724	1.326223	0.101746	0.073305	2.166756	0.854610	1.024110	1.878720	tumbuh
10	BRNA	0.789236	0.88861	0.076026	0.097968	2.360399	0.411990	1.424330	1.836320	tumbuh
11	SMRA	0.831676	0.928449	0.077315	0.084988	3.027398	0.379680	1.291430	1.671110	tumbuh
12	CMPP	0.251831	0.53246	0.051097	0.099601	0.777684	-0.037450	1.510140	1.472690	tumbuh
13	LTL5	0.842053	0.955236	0.057217	0.071282	3.977190	0.174370	0.980590	1.154960	tumbuh
14	TLKM	2.966532	1.712042	0.076375	0.044361	2.566087	0.992270	0.044710	1.036980	tumbuh
15	TCID	1.521803	1.332013	0.060741	0.040548	3.114998	0.356600	0.403440	0.760040	tumbuh
16	HERO	1.235435	1.021034	0.04607	0.055826	2.958126	0.132380	0.617460	0.749840	tumbuh
17	SMSM	1.15511	1.097862	0.059182	0.037933	2.370158	0.146760	0.558520	0.705280	tumbuh
18	ALFA	1.162764	1.078414	0.048357	0.047988	2.065152	0.114440	0.561290	0.675730	tumbuh
19	INCI	0.527333	0.600341	0.04092	0.054738	2.449572	-0.254450	0.920720	0.668270	tumbuh
20	SMDR	0.679999	0.866249	0.044509	0.050059	1.766267	-0.105810	0.758940	0.653130	tumbuh
21	MPPA	1.041491	1.022097	0.039219	0.043274	3.755301	-0.029380	0.494530	0.465150	tumbuh
22	RIGS	0.579438	0.59713	0.029336	0.045249	2.614716	-0.377980	0.723390	0.345410	tumbuh
23	TBMS	0.352792	0.889507	0.035136	0.03835	8.774197	-0.303930	0.646380	0.342450	tumbuh
24	TURI	1.091333	1.062769	0.034602	0.033163	5.167813	-0.087580	0.334020	0.246440	tumbuh
25	IGAR	1.357162	1.206482	0.033779	0.0332	3.961360	0.029640	0.198970	0.228610	tumbuh
26	BLTA	1.024717	1.018366	0.029623	0.034859	1.267750	-0.149310	0.341820	0.192510	tumbuh
27	MERK	1.852929	1.668495	0.038797	0.023557	13.675340	0.325760	-0.164980	0.160780	not selected
28	GDYR	0.479287	0.650463	0.018238	0.043387	1.566508	-0.470350	0.613710	0.143360	not selected
29	GGRM	4.764131	3.396121	0.04645	0.014946	17.690520	1.747680	-1.645340	0.102340	not selected
30	HEXA	0.99284	0.976403	0.025592	0.032936	6.840390	-0.213930	0.315470	0.101540	not selected
31	SONA	1.117643	1.011445	0.029822	0.028298	1.734543	-0.163260	0.263900	0.100640	not selected
32	SHDA	2.182882	2.041511	0.033884	0.015624	7.569336	0.481940	-0.519810	-0.037870	not selected
33	BATA	1.122459	1.077398	0.02209	0.021845	4.468987	-0.225070	0.110090	-0.114980	not selected
34	FAST	4.143936	2.525026	0.031538	0.015236	9.730704	1.129960	-1.247010	-0.117050	not selected
35	DNKS	3.239199	1.757905	0.026416	0.019005	11.457350	0.577820	-0.703980	-0.126160	not selected
36	UNTR	1.051547	1.006648	0.017039	0.018181	3.563586	-0.327580	0.081360	-0.246220	not selected
37	TSPC	1.833001	1.587395	0.016709	0.012682	7.880469	0.068680	-0.414500	-0.345820	not selected
38	PRAS	0.735534	0.937596	0.012498	0.012685	4.213945	-0.493510	0.102360	-0.391150	not selected
39	UNVR	8.725105	5.651659	0.028276	0.005172	23.051880	3.444260	-3.849470	-0.405210	not selected
40	HMSP	2.656912	1.784398	0.013146	0.006458	7.976730	0.287620	-0.794130	-0.506510	not selected
41	INDF	2.791112	1.423817	0.00953	0.008904	3.421674	0.155660	-0.685900	-0.530240	tdk tumbuh
42	MRAT	0.556838	0.631232	0.005419	0.00878	3.418658	-0.735910	0.180570	-0.555340	tdk tumbuh
43	INTA	0.618971	0.934659	0.006463	0.006693	6.808290	-0.598040	0.027310	-0.570730	tdk tumbuh
44	MLPL	1.099387	1.036531	0.004445	0.006981	60.241850	-0.454720	-0.152910	-0.607630	tdk tumbuh
45	RALS	3.796144	2.5469	0.006404	0.006709	17.538080	0.828090	-1.461600	-0.633510	tdk tumbuh
46	AUTO	1.820359	1.263254	0.004183	0.004854	5.584452	-0.202140	-0.453480	-0.655620	tdk tumbuh
47	EKAD	0.733302	0.786093	0.002574	0.004523	3.746352	-0.672650	0.007580	-0.665070	tdk tumbuh
48	GMTD	0.64147	0.919245	0.003115	0.003462	40.904940	-0.640590	-0.029900	-0.670490	tdk tumbuh
49	BRAM	0.826667	0.935983	0.002636	0.000141	1.720484	-0.610640	-0.118100	-0.728740	tdk tumbuh

NO	CODE	MVEBVE	MVABVA	CAPMBVA	CAPMVA	VPPE	FAC_1	FAC_2	FAC_SUM	kelompok
50	KOMI	0.747249	0.772492	-0.00079	-0.000521	4.558114	-0.726140	-0.064610	-0.790750	tdk tumbuh
51	UNIC	1.211526	1.044269	-0.00208	-0.001229	2.403097	-0.515750	-0.314870	-0.830620	tdk tumbuh
52	MLBI	1.44027	1.254983	-0.00277	-0.000948	2.386192	-0.377170	-0.465360	-0.842530	tdk tumbuh
53	CTRS	0.352035	0.637036	-0.0021	-0.003651	7.965360	-0.902540	0.053690	-0.848850	tdk tumbuh
54	BATI	1.903591	1.257959	-0.00214	-0.002755	5.401543	-0.270800	-0.595420	-0.866220	tdk tumbuh
55	CTBN	1.420017	1.364142	-0.00314	-0.009866	3.449380	-0.386160	-0.589360	-0.975520	tdk tumbuh
56	PBRX	1.945629	1.442729	-0.01368	-0.008199	8.111137	-0.296790	-0.832710	-1.129500	tdk tumbuh
57	LION	0.440531	0.53067	-0.01086	-0.020505	3.260381	-1.078590	-0.151090	-1.229680	tdk tumbuh
58	AGIS	0.824932	0.668822	0.001154	-0.056711	11.396260	-1.032850	-0.528140	-1.560990	tdk tumbuh
59	ASGR	1.51637	1.214506	-0.02552	-0.033581	5.910425	-0.713970	-0.957360	-1.671330	tdk tumbuh
60	SMGR	1.470322	1.197479	-0.03126	-0.027685	1.911300	-0.742850	-0.935250	-1.678100	tdk tumbuh
61	KPIG	0.147303	0.26356	-0.00823	-0.060587	0.631130	-1.451630	-0.300830	-1.752460	tdk tumbuh
62	DLTA	0.413758	0.586668	-0.02479	-0.044285	1.338088	-1.288630	-0.501800	-1.790430	tdk tumbuh
63	LAMI	0.495406	0.69772	-0.03469	-0.050815	1.830000	-1.329640	-0.713640	-2.043280	tdk tumbuh
64	JRPT	0.646358	0.829435	-0.02175	-0.086565	5.304547	-1.332840	-1.016370	-2.349210	tdk tumbuh
65	DUTI	0.724882	0.891604	-0.10704	-0.070904	8.380923	-1.828300	-1.660130	-3.488430	tdk tumbuh
66	HITS	0.637109	0.911888	-0.09507	-0.102966	1.352993	-1.922260	-1.830380	-3.752640	tdk tumbuh

LAMPIRAN 3

Nilai variabel IOS th. 1999 dan Rata2 pertumbuhan perusahaan tahun 2000-2002

No.	CODE	MVEBVE	MVABVA	CAPBVA	CAPMVA	VPPE	ASET	EQUITY	SALES	LABA
		1999	1999	1999	1999	1999	2000-2002	2000-2002	2000-2002	2000-2002
1	AIMS	0.000000	0.787042	-0.004890	-0.006213	36.579550	0.897234	2.912144	0.226325	1.572109
2	DYNA	1.660526	1.436237	-0.033237	-0.023142	2.950059	0.205148	0.169268	0.324503	0.185393
3	ISAT	3.394122	2.979778	0.043461	0.014585	12.860790	0.778552	0.349750	0.387168	-0.218365
4	TIRT	26.380020	16.183120	0.019986	0.001235	48.688620	0.349799	0.068232	0.130983	0.218310
5	AQUA	1.226355	1.089630	0.051594	0.047350	2.895243	0.374619	0.370853	0.356453	0.593589
6	ACAP	0.000000	0.478533	0.160860	0.336153	1.275474	0.621795	1.225634	0.319063	0.170154
7	STTP	2.054037	1.834179	0.148077	0.080732	3.633680	0.275276	0.138647	0.414525	0.065622
8	KAEP	0.000000	0.645020	-0.016611	-0.025752	7.119607	0.155169	0.474961	0.151060	-0.109832
9	ULTJ	0.851397	0.903785	0.034202	0.037843	1.880196	0.144578	0.051458	0.200594	0.369191
10	BRNA	1.159130	1.108458	-0.107475	-0.096959	3.194539	0.302305	0.211787	0.254853	0.161942
11	SMRA	1.073157	1.013688	-0.009018	-0.008897	4.115702	0.131108	0.584155	0.251884	1.759133
12	CMPP	0.535985	0.643999	-0.035639	-0.055340	0.951410	0.178921	0.016125	0.138724	0.936898
13	LTLS	1.909660	1.514291	0.019828	0.013094	7.137329	0.149026	0.057000	0.208785	0.093388
14	TLKM	3.277731	2.057503	-0.026091	-0.012681	3.038514	0.195241	0.122753	0.405950	0.582431
15	TCID	2.657346	1.985212	0.035109	0.017685	5.520545	0.139562	0.295979	0.162830	0.098949
16	HERO	3.202025	1.575142	-0.005422	-0.003442	4.988509	0.108937	0.362840	0.173411	-0.282102
17	SMSM	1.305784	1.225329	0.079559	0.064929	2.685631	0.281410	0.163262	0.196925	0.041454
18	ALFA	0.000000	0.523451	0.046307	0.088464	0.945195	0.173954	0.190324	0.325440	0.279543
19	INCI	1.031486	1.028837	0.019146	0.018609	6.189676	0.122765	0.089413	-0.007503	-0.221455
20	SMDR	1.328094	1.116117	0.061280	0.054905	2.425750	0.134542	0.208985	0.146319	-0.142988
21	MPPA	2.098905	1.613936	0.019288	0.011951	6.559965	0.073706	0.035158	0.211222	-0.128136
22	RIGS	0.724570	0.732249	-0.016323	-0.022291	2.851707	0.204604	0.194737	0.109054	0.227548
23	TBMS	0.164375	0.865320	-0.002358	-0.002725	15.347720	0.122846	0.179643	0.249758	0.771252
24	TURI	1.648983	1.375345	0.031134	0.022637	4.459522	0.525889	0.260031	0.663121	0.821788
25	IGAR	3.361578	2.293822	0.035565	0.015505	8.773099	0.126928	0.093540	0.195547	0.138868
26	BLTA	0.794844	0.940608	0.128427	0.136536	1.069605	0.072553	0.168483	0.221612	0.856303
27	INDF	6.657623	2.280005	-0.012868	-0.005644	4.863103	0.129699	0.154568	0.125734	-0.102162
28	MRAT	1.253400	1.219728	-0.004681	-0.003838	6.407182	0.092478	0.072587	0.190046	0.070428
29	INTA	1.379133	1.095702	-0.001088	-0.000993	7.750787	0.204232	0.083915	0.286920	0.291467
30	MLPL	3.708726	2.552488	-0.001459	-0.000572	193.753000	0.212144	0.245928	0.324397	4.594807
31	RALS	5.334208	3.260487	-0.123327	-0.037825	29.333600	0.160253	0.201116	0.259982	0.137664
32	AUTO	3.591004	1.824920	-0.018721	-0.010258	6.799778	0.096520	0.329716	0.109568	0.358191
33	EKAD	1.206778	1.157498	0.003690	0.003188	5.164395	0.021919	0.052246	-0.066397	-0.160828
34	GMTD	0.000000	0.818673	0.004338	0.005299	42.649350	0.063897	0.267015	-0.061305	-0.319047
35	BRAM	1.868414	1.222263	-0.021762	-0.017805	2.299824	0.069531	0.161122	0.233836	0.648764
36	KOMI	1.041186	1.034392	-0.014373	-0.013895	5.314263	0.080347	0.108187	0.071557	-0.228232
37	UNIC	2.684131	1.455218	-0.068122	-0.046812	3.167242	0.045712	0.218089	0.134054	0.219900
38	MLBI	0.568381	0.739663	-0.036121	-0.048834	1.285972	0.055780	0.064892	0.107017	0.155217
39	CTRS	0.424182	0.718894	-0.004035	-0.005612	7.471329	0.054434	0.174435	0.032641	4.049966
40	BATI	3.655053	1.312407	0.035415	0.026985	6.075574	-0.072909	0.922291	-0.093485	0.697721
41	CTBN	2.259878	2.125215	0.094487	0.044460	4.475457	0.063077	0.029503	0.393070	1.014977
42	PBRX	2.242453	1.439017	-0.018169	-0.012626	5.744762	0.160940	0.302206	0.224995	-0.044650
43	LION	0.641451	0.719382	-0.016021	-0.022271	3.449499	0.053481	0.091203	0.269636	0.190806
44	AGIS	2.715718	1.529223	-0.004693	-0.003069	22.435870	0.209165	0.870562	0.048090	0.495476
45	ASGR	0.558217	0.914303	-0.202998	-0.222025	7.048842	0.068061	0.235363	-0.079888	0.536186
46	SMGR	2.357576	1.516286	-0.004729	-0.003119	2.125132	-0.002072	0.051639	0.190009	-0.010333
47	KPIG	0.000000	0.293307	0.008661	0.029530	0.692187	-0.026010	0.076696	-0.642293	0.240734
48	DLTA	0.176934	0.493522	-0.038308	-0.077623	0.859552	0.074227	0.162110	0.104252	-0.031595
49	LAMI	0.000000	0.410913	-0.020509	-0.049912	0.939779	-0.060640	0.030572	-0.276900	-0.388518
50	JRPT	0.733403	0.874022	-0.034734	-0.039741	1.420278	-0.001867	0.023747	0.019663	0.260005
51	DUTI	1.719641	1.249200	-0.677733	-0.542534	16.951820	0.045419	0.113001	0.626466	1.858652
52	HITS	0.780242	0.960819	-0.387432	-0.403231	1.726084	-0.062293	0.140060	0.043132	12.350430

LAMPIRAN 4

Nilai variabel IOS th. 2000 dan Rata2 pertumbuhan perusahaan tahun 2001-2003

No.	CODE	MVEBVE	MVABVA	CAPBVA	CAPMVA	VPPE	ASET	EQUITY	SALES	LABA
		2000	2000	2000	2000	2000	2001-2003	2001-2003	2001-2003	2001-2003
1	AIMS	0.000000	0.444320	0.381670	0.858998	1.144374	0.283323	0.414440	0.281067	1.095954
2	DYNA	0.789816	0.886168	0.096454	0.108844	1.911582	0.248396	0.186901	0.243299	0.234535
3	ISAT	1.584940	1.476715	0.000653	0.000442	7.961658	0.756902	0.321417	0.446434	0.901789
4	TIRT	4.222785	2.294253	0.184872	0.080581	5.720539	0.237178	0.102762	0.086786	-0.184393
5	AQUA	1.488799	1.177412	0.307148	0.260867	2.154613	0.175367	0.299176	0.261067	0.188016
6	ACAP	1.440979	1.380126	0.296155	0.214585	3.199086	0.053252	0.042814	0.093547	0.097445
7	STTP	1.652265	1.415530	0.165975	0.117253	2.784150	0.173998	0.115071	0.173662	0.006404
8	KAEF	0.000000	0.440127	0.234949	0.533822	1.461769	0.137271	0.126154	0.067055	-0.281864
9	ULTJ	0.954726	0.969492	0.106158	0.109499	1.668272	0.174222	0.055873	0.177801	-0.321896
10	BRNA	0.727481	0.838835	0.027623	0.032930	3.033837	0.180203	0.131333	0.122123	-0.112323
11	SMRA	0.371985	0.876013	0.026345	0.030074	3.675898	0.250558	0.587267	0.282814	2.090452
12	CMPP	0.263489	0.456155	-0.007264	-0.015924	0.720331	0.148391	0.015085	0.236741	0.074422
13	LTLS	0.911938	0.956448	0.025493	0.026654	4.642238	0.211227	0.049931	0.155931	-0.108898
14	TLKM	1.509683	1.241562	-0.011838	-0.009535	2.050471	0.207911	0.144420	0.439266	0.445213
15	TCID	1.873563	1.632333	0.180480	0.110566	3.654795	0.050918	0.123832	0.110394	0.066589
16	HERO	0.945625	0.983099	0.029436	0.029942	3.246654	0.112632	0.239376	0.207864	-0.509100
17	SMSM	1.783371	1.430667	0.210854	0.147381	3.028811	0.061132	0.071518	0.082744	-0.049149
18	ALFA	1.712902	1.333981	0.127768	0.095779	2.566190	0.052600	0.063240	0.208358	-0.127766
19	INCI	0.555650	0.640164	0.234970	0.367046	1.758764	0.036925	0.058232	0.282404	-0.019516
20	SMDR	0.449941	0.794704	0.174504	0.219584	1.605799	-0.015769	0.032708	0.029644	-0.222787
21	MPPA	0.798593	0.884153	0.015839	0.017914	3.648711	0.057363	0.011044	0.068258	-0.168688
22	RIGS	0.441112	0.467239	0.015880	0.033986	2.445430	0.043701	0.047872	-0.006907	0.133003
23	TBMS	0.125600	0.875868	0.020004	0.022839	13.335500	0.038339	0.171741	0.116351	0.399643
24	TURI	1.108042	1.038243	0.050694	0.048827	5.418261	0.242536	0.186222	0.094640	-0.040133
25	IGAR	1.013425	1.006084	0.106633	0.105988	3.328982	0.012791	0.101422	0.086727	0.185807
26	BLTA	0.570669	0.873792	0.173549	0.198616	1.034702	0.022958	0.086230	0.161620	1.259142
27	INDF	2.319897	1.321570	0.017255	0.013056	3.188299	0.072458	0.103506	0.120881	-0.005894
28	MRAT	0.634318	0.700880	0.021940	0.031303	3.964827	-0.003361	0.010563	0.063926	-0.251605
29	INTA	0.592157	0.921371	0.042768	0.046418	6.067722	0.096203	0.094214	0.191580	0.305336
30	MLPL	0.670778	0.783863	0.006876	0.008772	49.467780	0.049201	0.026620	0.197205	-0.193930
31	RALS	3.828631	2.547679	0.020713	0.008130	22.197960	0.131762	0.167759	0.146844	0.063432
32	AUTO	2.426378	1.455127	0.027291	0.018755	6.028029	0.034911	0.291286	0.008230	0.404356
33	EKAD	0.713442	0.784690	-0.011695	-0.014904	3.955556	0.014048	0.043111	0.001186	-0.093041
34	GMTD	0.907773	0.973774	0.004113	0.004224	44.219350	0.075668	0.063019	0.237358	0.161127
35	BRAM	0.737724	0.945680	0.149909	0.158520	1.745551	-0.069124	0.170897	0.007542	0.835711
36	KOMI	0.733028	0.754609	-0.003630	-0.004810	4.487110	0.061158	0.046044	-0.127050	-0.274054
37	UNIC	0.683065	0.895814	0.083944	0.093707	1.943239	0.044899	0.081056	0.122427	-0.217856
38	MLBI	0.556371	0.779919	0.042910	0.055018	1.327054	0.042780	0.091524	0.036920	0.007513
39	CTRS	0.192905	0.610605	-0.002103	-0.003444	6.810894	0.077565	0.190973	0.484063	4.134205
40	BATI	2.093212	1.513352	0.004371	0.002888	6.387058	-0.072200	0.031323	-0.115558	0.144428
41	CTBN	1.361246	1.321052	0.029233	0.022129	2.934041	0.013866	-0.032879	0.508648	1.349932
42	PBRX	2.185496	1.467742	-0.009889	-0.006738	7.543881	0.018299	0.179794	0.037896	-0.179783
43	LION	0.356912	0.485377	-0.015050	-0.031006	2.844172	0.048206	0.073216	0.144766	0.008269
44	AGIS	0.491475	0.824351	-0.018546	-0.022497	13.753750	0.287995	0.891755	0.060887	1.454157
45	ASGR	2.638641	1.400288	0.027212	0.019433	8.724859	0.068594	0.174292	0.084636	0.523857
46	SMGR	1.134519	1.053451	-0.040795	-0.038725	1.635217	-0.026716	0.057019	0.152829	0.192566
47	KPIG	0.374096	0.495356	0.003660	0.007388	1.217824	-0.040637	0.012868	0.389249	0.594674
48	DLTA	0.546424	0.745520	-0.023026	-0.030885	1.729889	0.013586	0.146937	0.059560	0.050929
49	LAMI	0.000000	0.366343	-0.021268	-0.058054	0.816614	0.079050	0.033090	0.055928	-0.393424
50	JRPT	0.407168	0.709655	-0.540440	-0.761553	7.817682	0.002908	0.036793	0.000169	0.401311
51	DUTI	0.624531	0.877105	-0.001883	-0.002146	14.031770	-0.012035	0.100881	0.360723	1.501143
52	HITS	0.605353	0.939509	0.151612	0.161374	1.278123	-0.072590	0.246242	0.066833	-0.262246