

**ASOSIASI ANTARA PERUBAHAN HARGA SAHAM DAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA**

Indah Martati
iin_polsam@yahoo.com

Politeknik Negeri Samarinda

ABSTRACT

This research is aimed at examining the relationship between the actual Stock return toward the investment opportunity set (IOS) as the growth proxy of manufacturing companies which listing at Indonesian Stock Market. The IOS proxies used are market to book value of equity (MBVE), market to book value of assets (MBVA), price earning ratio (PER), Firm Value to book value of property, plant and equipment (VPPE), ratio capital expenditures to book value of asset (CEBVA), and ratio capital expenditures to market value of asset (CEMVA). The value of each indicators analysed by using common factor analysis. The normality data is tested by using one sample kolmogorov smirnov test continued with correlation test non parametric correlation model Kendall's tau b. The purposive sampling is used in this research for ten years observation (1998 – 2007) with pool data method. The number of sample used is 240 manufacturing companies that listing at Indonesian Stock Market. The result of the research show that the direct and indirect correlation only occurs partially toward market to book value of assets (MBVA) proxy. It indicates that there is direct and indirect positive relation through firm realized growth and financing policy intervening variable but it does not occur to the composite IOS proxies.

Keyword: Actual Stock Return, Investment Opportunity Set (IOS), Common factor analysis, Non parametric correlation, content information.

PENDAHULUAN

Investasi merupakan suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari suatu aset selama periode tertentu dengan harapan memperoleh penghasilan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 2000). Tujuan perusahaan mengalokasikan dananya untuk investasi pada aset keuangan di pasar saham dengan harapan akan memperoleh pengembalian (*return*) atas investasi tersebut yang berupa dividen kas atau kenaikan nilai investasi yang tercermin pada kenaikan harga saham.

Naiknya harga saham memberikan signal positif adanya prospek terhadap nilai perusahaan yang berarti meningkatnya kemakmuran pemilik saham. Setiap entitas bisnis dalam menjalankan usahanya selalu memiliki harapan untuk tetap *going concern* yang ditunjukkan dengan pertumbuhan perusahaan serta bertambahnya nilai aset perusahaan sesuai dengan ekspektasi perusahaan. Smith dan Watts (1992) mengatakan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai *Investments Opportunity Set* disingkat *IOS*. Selanjutnya Gaver & Gaver (1993) mengatakan bahwa pilihan-pilihan pertumbuhan bagi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang melekat bersifat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*). Karena sifatnya yang tidak dapat diobservasi, *IOS* memerlukan sebuah proksi (Hartono, J., 1999).

Berbagai penelitian tentang *IOS* telah berhasil membuktikan bahwa *IOS* merupakan proksi realisasi pertumbuhan perusahaan dan berhubungan dengan berbagai variabel kebijakan perusahaan, yaitu kebijakan pendanaan, kebijakan *dividend*, kebijakan *leasing*, dan kebijakan kompensasi. Namun sejauh ini penelitian yang dilakukan masih banyak berorientasi pada penelitian lintas kebijakan keuangan dan belum ada yang meneliti hubungan perubahan harga saham yang diukur dengan *actual return* saham terhadap *IOS*.

Mengingat begitu pentingnya keputusan investasi bagi perusahaan, maka penelitian ini bermaksud menginvestigasi bagaimana hubungan perubahan harga saham yang dilihat dari *actual return* saham terhadap nilai *IOS* sebagai proksi model rasio pertumbuhan perusahaan yang terdiri dari *market to book value of equity (MBVE)*, *market to book value of assets (MBVA)*, *price earning ratio (PER)*, *Firm Value to book value of property, plant and equipment (VPPE)*, *ratio capital expenditures to book value of asset (CEBVA)*, dan *ratio capital expenditures to market value of asset (CEMVA)*. Variabel *intervening* yang digunakan pada penelitian ini adalah pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan.

Perubahan harga saham dapat diukur dengan adanya perubahan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Sehingga jika terjadi *abnormal return* pada perusahaan tersebut, maka rasio *IOS* memiliki kandungan informasi bagi pasar, dan begitu juga sebaliknya. Penelitian di pasar modal memiliki dua pilihan model, yaitu model *return* dan model harga (level).

Dalam penelitian ini model harga (level) yang digunakan yakni dengan menselisihkan antara harga saham periode t dengan harga saham periode t-1 dibagi dengan harga saham periode t-1. Informasi perubahan harga saham (naik/turun) dari satu periode ke periode berikutnya sangat berarti bagi pihak internal yakni para manajer maupun pihak eksternal yakni para investor akan nilai suatu perusahaan, ada tidaknya prospek masa mendatang untuk kesempatan investasi yang menguntungkan.

Penelitian ini dimotivasi oleh keinginan untuk mengembangkan penelitian Norpratiwi (2001) dengan pengembangan terletak pada: 1) Penetapan variabel endogen dan eksogennya, pada penelitian ini menetapkan variabel IOS sebagai variabel endogen sedangkan *actual return saham* sebagai variabel eksogen, 2) Jumlah tahun amatan lebih lama yakni dari tahun 1998-2007, 3) Menggunakan dua variabel *intervening* yakni realisasi pertumbuhan penjualan (GS), laba (PG), aset (AG), dan ekuitas (EG) perusahaan. Variabel *intervening* yang kedua yakni keputusan pendanaan yang diwakili dengan variabel *book debt equity ratio (BDER)* dan *book market debt equity ratio (BMDER)*. 4) Menambah 2 proksi IOS yang digunakan yakni *Firm Value to book value of property, plant and equipment (VPPE)* dan *ratio capital expenditures to book value of asset (CEBVA)*. 5) Perubahan Harga Saham diukur dari *actual return* saham dan bukan dari *abnormal return*.

Pengembangan penelitian ini dimaksudkan untuk menginvestigasi dan membuktikan hubungan dan pengaruh antara perubahan harga saham (*actual return* saham) terhadap IOS secara *partial* maupun *composite* baik secara langsung maupun melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk: 1) Menginvestigasi hubungan langsung *actual return saham* terhadap proksi IOS secara parsial maupun komposit: *market to book value of equity (MBVE)*, *market to book value of assets (MBVA)*, *price earning ratio (PER)*, *Firm Value to book value of property, plant and equipment (VPPE)*, *ratio capital expenditures to book value of asset (CEBVA)*, dan *ratio capital expenditures to market value of asset (CEMVA)* perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI. 2) Menguji hubungan tidak langsung *actual return saham* melalui variabel *intervening* realisasi pertumbuhan dan kebijakan pendanaan terhadap proksi IOS secara parsial maupun komposit: *MBVE*, *MBVA*, *PER*, *VPPE*, *CEBVA*, dan *CEMVA* perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah: 1) Bukti empiris hubungan langsung *actual return saham* terhadap proksi IOS secara parsial maupun komposit: *MBVE*, *MBVA*, *PER*, *VPPE*, *CEBVA*, dan *CEMVA* perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI. 2) Bukti empiris hubungan tidak langsung *actual return saham* terhadap proksi IOS secara parsial maupun komposit: *MBVE*, *MBVA*, *PER*, *VPPE*, *CEBVA*, *CEMVA* melalui variabel *intervening* realisasi pertumbuhan dan kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI. 3) Bahan masukan bagi pihak investor yang akan melakukan investasi pada saham perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI. 4) Bahan pertimbangan bagi pihak manajemen perusahaan mengenai alternatif proksi IOS yang dapat dipakai untuk memprediksi pertumbuhan perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI.

RERANGKA TEORETIS

Keputusan utama perusahaan di bidang manajemen keuangan adalah keputusan pendanaan, keputusan dividen, keputusan investasi. Keputusan investasi bagi perusahaan merupakan salah satu diantara tiga keputusan utama perusahaan yang memiliki tingkat urgensi lebih tinggi dibandingkan dua keputusan utama lainnya. Karena setiap pebisnis menginginkan usaha yang dijalankan tetap *going concern* yang ditunjukkan dengan pertumbuhan perusahaan dan bertambahnya nilai aset perusahaan sesuai dengan ekspektasi perusahaan.

Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang.

Pertumbuhan aset perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan merupakan aspek positif bagi perusahaan karena adanya suatu harapan adanya kesempatan investasi di perusahaan tersebut (Saputro, J.A. dan Hartono, J., 2002). Penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Smith & Watts (1992) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan aspek positif bagi perusahaan seperti terbukanya kesempatan untuk berinvestasi di perusahaan. Mereka juga mengatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*IOS*). Namun pada kenyataannya para manajer perusahaan maupun para investor sulit untuk memprediksikan adanya peluang investasi di masa mendatang.

Myers (1977) menggolongkan proksi-proksi *IOS* menjadi tiga jenis: 1) *Price-based proxies*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*). 2) *Investment-based proxies*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai *IOS* suatu perusahaan. 3) *Variance measure*, 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. Selanjutnya Baker (1993) menyatakan bahwa perlu selalu dilakukan perbaikan dan pengembangan terhadap proksi-proksi yang telah ada, karena setiap proksi terutama proksi yang digunakan secara individual akan mengandung *measurement error*.

Keputusan investasi bagi seorang investor menyangkut masa yang akan datang mengandung ketidakpastian, yang berarti mengandung unsur risiko bagi investor. Tingkat penghasilan yang diharapkan (*expected return*) atas investasi untuk suatu periode tertentu di masa mendatang belum tentu sama dengan yang senyatanya diterima (*actual return*). Ketidakpastian akan tingkat penghasilan sangat terkait dengan variabilitas harga saham. Perbedaan harga saham hanya terjadi bila pasar saham adalah efisien semi kuat, kondisi dimana investor dapat merespon secara tepat atas informasi yang tersedia secara penuh di pasar modal. Perbedaan harga saham antara perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh sesuai dengan dasar pembentukan harga saham yang mana harga saham terjadi karena aliran laba atau kas masa depan yang dinilai sekarang (Foster, 1986).

Set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) disingkat dengan istilah *IOS* pertama kali diperkenalkan oleh Myers (1977) dalam penelitiannya yang berjudul “*Determinants Corporate Borrowing*” yakni sebagai ketergantungan nilai perusahaan terhadap kebijakan pembiayaan perusahaan. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang.

Menurut Kole (1991) nilai *IOS* bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan. Secara umum dapat dikatakan bahwa *IOS* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang. Dengan demikian *IOS* bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya variabel pertumbuhan, variabel kebijakan dan lain-lain.

Berbagai macam proksi pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam *IOS* telah digunakan oleh peneliti. Proksi *IOS* dalam penelitian Smith & Watts (1992) adalah rasio individual dan *variable instrumental IOS (VIOS)*, yaitu: *book to market value of asset*, *depreciation to firm value*, *research & development to firm value*, *variance of rate of return* dan *earning to price*. Rasio-rasio tersebut memiliki koefisien yang signifikan dalam pengujian hubungan level *IOS* dengan kebijakan pendanaan dan dividen serta memiliki hubungan positif dengan harga saham yang diperkuat dengan penelitian Riahi-Belkoui (2003) dan Gul *et al.* (2003). Smith dan Watts (1992) mengatakan bahwa manajer-manajer perusahaan dengan *IOS* yang relatif tinggi akan lebih mampu

melakukan pengambilan keputusan yang bijaksana karena manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai kesempatan investasi daripada para pemegang saham perusahaan.

Gaver dan Gaver (1993), menyatakan dalam penelitiannya yang berjudul “*Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies.*” bahwa semua alternatif proksi IOS yaitu *market to book of equity, market to book of asset, earnings per-share to price, research & development to total asset, variance of total return* dan *funds* memiliki korelasi signifikan dengan faktor umum (*common factor*). IOS hasil analisis factor dengan koefisien korelasi terkecil dimiliki oleh *variance of total return*. Kelebihan dari penelitian Gaver ini adalah perhitungannya detail, *common factor analysis* yang pertama untuk menyeleksi prediktor pertumbuhan perusahaan, dan detail dalam prosedur pemilihan sampel.

Kallapur & Trombley (1999), menyatakan dalam penelitiannya yang berjudul “*the Association between Investment Opportunnity Set and realized Growth*” bahwa proksi IOS dibagi menjadi tiga proksi, yaitu: (a) Proksi IOS berdasar harga, (b) Proksi IOS berdasar Investasi, (c) Proksi IOS berdasar Varian. Jumlah sample minimumnya 2.945 perusahaan (1978) dan maksimalnya 4.039 perusahaan (1978). Sedangkan data yang digunakan terdiri dari 14 tahun sample dari tahun 1978-1991. Banyak jumlah sampel dan panjangnya waktu merupakan kelebihan yang telah dilakukan Kallapur dan Trombley. Hasil analisis univariate variabel-variabel perkiraan IOS menunjukkan bahwa semua perkiraan-perkiraan IOS berbasis harga *ratio of book to market value of asset, ratio of book to market value of equity, ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value* dan *ratio of replacement value of assets to market value* berkorelasi negatif dengan peningkatan angka pembukuan berikutnya, hasil ini sesuai dengan yang diperkirakan. Namun untuk rasio perolehan harga (hanya dihitung dari perusahaan dengan angka pendapatan positif) tidak menunjukkan korelasi signifikan dengan peningkatan yang dicapai berikutnya, berarti hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan.

Proksi IOS dalam penelitian Sami *et al.*, (1999) menunjukkan bahwa variabel atau rasio yang memiliki korelasi cukup tinggi dengan faktor umum IOS adalah *Market-to-book assets, Market-to-book equity, Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value, Capital Expenditure Committed to book value asset, ratio of capital addition to asset book value* dan *Ratio of depreciation expense to book value asset*. Sedangkan *earing per share to price* dan *variance of sale* memiliki koefisien korelasi yang sangat kecil sehingga tidak dapat digunakan sebagai proksi IOS. Selanjutnya penelitian Subekti dan Kusuma (2000) dengan judul “Asosiasi antar Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta implikasinya pada perubahan harga saham.” Sample yang digunakan yaitu perusahaan *go public* yang terdaftar di BEJ sejak tahun 1992-1996 menggunakan 5 proksi IOS, yaitu: *ratio of book value of property,*

plant, and equipment to book value asset, market-to-book equity, price earning ratio, Ratio of book to market value of asset, capital addition to assets book value. Semua proksi *IOS* tersebut kemudian dianalisis menggunakan *common factor analysis*. Indeks faktor yang diperoleh selanjutnya diurutkan mulai dari yang tertinggi sampai pada yang terendah. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan kelompok perusahaan yang tumbuh, sebaliknya empat puluh persen indeks terendah merupakan kelompok perusahaan yang tidak tumbuh, sedangkan sampel yang indeks faktornya berada ditengah sebanyak dua puluh persen akan dihilangkan dari sampel karena dianggap kurang ekstrem untuk membedakan klasifikasi pertumbuhan perusahaan. Sebelum dikorelasikan, rata-rata realisasi pertumbuhan akan diperingkat dari yang tertinggi sampai yang terendah berdasarkan peringkat nilai *IOS*. Hasilnya mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak efektif jika diproksikan dengan satu *variable IOS* saja. Semakin banyak *variable IOS* menunjukkan hasil yang semakin kuat (Sami, et all., 1999).

Norpratiwi (2001) menganalisis korelasi *investment opportunity set (IOS)* terhadap *return* saham, dengan sampel 64 perusahaan selama tiga tahun (dari tahun 1994 sampai tahun 1996). Proksi *IOS* yang digunakan adalah rasio *market to book value of assets, rasio market-to-book value of equity, rasio capital expenditures to book value of assets dan earning to price ratio*. Hasilnya menunjukkan bahwa variable proksi *IOS* seperti rasio *market to book assets, rasio market-to-book equity, rasio capital expenditures to book value of assets* mempunyai korelasi terhadap *abnormal return (CAR)*, tetapi rasio *earning price ratio* tidak memiliki korelasi terhadap *abnormal return*..

Saputro, J.A. dan Hartono, J., (2002), melakukan penelitian dengan judul Gabungan Proksi *IOS* dan hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan. Proksi *IOS* yang digunakan adalah proksi berbasis harga saham (*rasio market-to-book value of equity, ratio of replacement value of assets to market value, ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value dan ratio of depreciation to firm value*), proksi berbasis investasi (*rasio investment to net sales, rasio capital expenditure to book value asset dan rasio capital expenditure to market value of assets*), dan proksi berbasis pada *varian (variance of total return dan market model Beta)*.

Hasilnya menunjukkan bahwa hasil uji korelasi pada semua model yang dikembangkan menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian sebelumnya yaitu bahwa *IOS* berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan, sehingga mampu memberi reaksi dan sinyal ke pasar modal, khususnya pada peristiwa disekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Lebih lanjut mereka mengemukakan bahwa pertumbuhan asset perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan merupakan aspek positif bagi perusahaan karena adanya suatu harapan adanya kesempatan investasi di perusahaan tersebut.

Penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Menurut Smith & Watts (1992) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan aspek positif bagi perusahaan seperti terbukanya kesempatan untuk berinvestasi di perusahaan. Lebih lanjut Smith & Watts (1992) mengemukakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*IOS*).

Pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh suatu perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan tingkat pendapatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan untuk mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian yang lebih besar dari labanya kepada pihak luar. Sebaliknya yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen. Menurut Saputro, J.A., (2003) realisasi pertumbuhan terbagi menjadi empat, yaitu: pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, pertumbuhan nilai buku ekuitas, pertumbuhan aset. Pada masa pertumbuhan biasanya pertumbuhan penjualannya relatif masih tinggi, hal ini menunjukkan bahwa produk yang dihasilkan oleh perusahaan diterima oleh pasar.

Selanjutnya untuk melakukan investasi bisa didanai dari sumber internal maupun sumber eksternal tergantung dengan kebijakan pendanaan yang ditetapkan oleh perusahaan. Kebijakan pendanaan sebuah perusahaan haruslah bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran. Dalam hal ini kebijakan tersebut harus mempertimbangkan dan menganalisa kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membiayai kebutuhan-kebutuhan rutin serta investasi perusahaan. Dalam hal ini perusahaan selain mendapatkan sumber dana dari modal sendiri yaitu saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan, perusahaan juga mampu melakukan pendanaan melalui peminjaman dari kreditur melalui hutang jangka panjang.

Pengembangan Hipotesis

Rasio *market value to book of equity (MBVE)* merupakan proksi berdasarkan harga. Apabila suatu perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik dalam menjalankan usaha, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh, maka harga saham perusahaan tersebut diperkirakan akan meningkat. Dengan demikian hipotesis alternatif pertama pada penelitian ini adalah:

H_{al}: Terdapat hubungan positif secara langsung antara *actual return* saham terhadap proksi *IOS Market Value to Book of Equity* perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI.

Rasio *market value to book of asset (MBVA)* merupakan proksi *IOS* berdasarkan harga yang digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya *asset* yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Semakin tinggi *MBVA* semakin besar *asset* yang digunakan perusahaan dalam usahanya, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk tumbuh, sehingga harga sahamnya akan meningkat, dan *actual return saham* meningkat. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis alternatif kedua pada penelitian ini adalah:

H_{a2}: Terdapat hubungan positif secara langsung antara *actual return* saham terhadap proksi *IOS* terhadap *Market Value to Book of Asset* perusahaan manufaktur yang listing di BEI

Price to earning ratio (PER) merupakan ukuran *IOS* untuk menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang stabil akan memperlihatkan stabilitas pertumbuhan *PER*, bila *PER* perusahaan naik secara konsisten, dapat diartikan perusahaan sedang tumbuh. Semakin besar tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan maka semakin menarik investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini akan berdampak positif terhadap harga saham, akhirnya *actual return saham* yang diperoleh akan semakin tinggi. Dengan demikian hipotesis alternatif ketiga penelitian ini adalah:

H_{a3}: Terdapat hubungan positif secara langsung antara *actual return* saham terhadap proksi *price to earning ratio* perusahaan manufaktur yang listing di BEI.

Firm value to book value of property, plant and equipment ratio (VPPE) digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dimanfaatkan untuk tambahan investasi aktiva produktifnya sehingga berpotensi untuk tumbuh. Kenaikan harga saham yang disebabkan karena adanya penambahan aktiva produktif pada perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan *actual return saham* perusahaan. Untuk itu hipotesis keempat pada penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_{a4}: Terdapat hubungan positif secara langsung antara *actual return* saham terhadap proksi *Firm value to book value of property, plant and equipment ratio (VPPE)* perusahaan manufaktur yang listing di BEI.

Ratio of Capital Expenditure to Asset Book Value (CEBVA) ini digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan. Tambahan modal untuk berinvestasi berdampak pada kenaikan harga saham pada perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan *actual return saham* perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis alternatif kelima pada penelitian ini adalah:

H_{a5}: Terdapat hubungan positif secara langsung antara *actual return* saham terhadap proksi *Capital expenditure to Asset Book Value (CEBVA)* perusahaan manufaktur yang listing di BEI.

Ratio of Capital Expenditure to Asset Market Value (CEMVA) ini digunakan untuk

melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dimanfaatkan untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi untuk tumbuh. Tambahan investasi, memberi kesempatan bagi perusahaan untuk tumbuh dan pada akhirnya berpotensi menaikkan harga saham perusahaan dan begitu juga *actual return saham* perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis alternatif keenam pada penelitian ini adalah:

H_{a6}: Terdapat hubungan positif secara langsung antara *actual return* saham terhadap proksi *Capital expenditure to Asset Market Value* perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI.

Sebagai hipotesis ketujuh atas pengujian *actual return* saham secara langsung dan tidak langsung melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil dan kebijakan pendanaan perusahaan terhadap proksi *IOS* gabungan yang digunakan pada penelitian ini adalah:

H_{a7} : Terdapat hubungan positif antara *actual return* saham secara langsung terhadap proksi *IOS* gabungan pada perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI.

H_{a8} : Terdapat hubungan positif antara *actual return* saham secara tidak langsung terhadap proksi *IOS* gabungan melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil dan kebijakan pendanaan pada perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk penelitian *explanatory*, hal ini dikarenakan untuk menguji atau mengkonfirmasi ada tidaknya hubungan atau pengaruh antar variabel dengan melakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural. Obyek penelitian ini menyangkut peluang investasi perusahaan dimasa depan dan perubahan harga saham. Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data rasio yang bersifat kuantitatif. Sumber data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder, meliputi: data akuntansi yang berupa laporan keuangan tahunan perusahaan-perusahaan yang diterbitkan per 31 Desember secara berturut-turut dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2007 dan diterbitkan oleh *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, dan data harian harga saham perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Sumber data diperoleh dari *BEI*.

Metode yang digunakan untuk pengumpulan data adalah dengan metode *pooled data*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu 1998 – 2007 sejumlah 1.607 perusahaan. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dipilih sebagai objek penelitian karena: (1) adanya peraturan yang mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta perusahaan tersebut melaporkan laporan keuangannya kepada Bapepam dan dipublikasikan, (2) jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak

dibanding sektor-sektor lain, karena kemampuan analisis dalam suatu sektor diharapkan dapat menghasilkan simpulan yang dapat dibandingkan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, (3) perusahaan manufaktur mempunyai kriteria pengungkapan yang lebih sederhana dibandingkan dengan perusahaan perbankan, selain itu perusahaan perbankan cenderung mempunyai rasio hutang atas modal yang relatif sangat tinggi.

Sampel ditentukan dengan metode *purposive sampling* yakni pemilihan sampel sesuai dengan kebutuhan data yang akan dianalisis dalam penelitian ini. Perusahaan manufaktur yang terpilih sebagai sampel adalah perusahaan yang memenuhi ketentuan-ketentuan sebagai berikut: 1) Terdaftar di BEI sejak tahun 1997; 2) Data tanggal publikasi laporan keuangan tahunan untuk periode yang berakhir setiap 31 Desember; 3) Mempublikasikan data laporan keuangan berupa neraca dan laba/rugi, harga perdagangan saham dan harga penutupan saham, dan jumlah saham yang beredar yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory, JSX Monthly Statistics*; 4) Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif pada tahun 1998 sampai tahun 2007. Proses pemilihan sampel penelitian seperti tercantum pada Tabel 1.

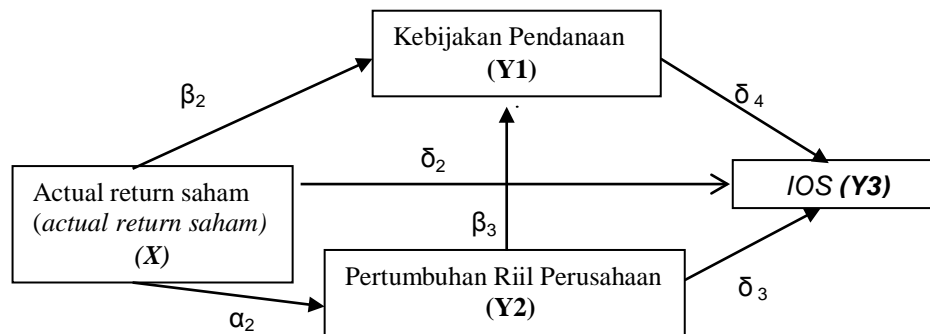
Tabel 1
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
- Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI sejak tahun 1998 sampai akhir tahun 2007	1.607
- Perusahaan manufaktur yang <i>listed-delisted</i> di BEI selama periode 1998-2007	(417)
- Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI sejak tahun 1998 sampai akhir tahun 2007 dan berturut-turut menyampaikan laporan keuangan per 31 Desember	1.190
- Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif tahun 1998 sampai tahun 2007	(310)
- Perusahaan yang memiliki laba negatif tahun 1998 sampai tahun 2007	(630)
- Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki kelengkapan data harga saham harian periode 1997-2007	(10)
Jumlah perusahaan memenuhi kriteria sampel penelitian	240

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*

Alat analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah dengan metode *non parametric correlations test* untuk menguji korelasi antara *actual return saham* dengan rasio proksi

IOS yakni tepatnya dengan *Kendall's Tau_b*. Hal ini dikarenakan metode pemilihan sampel yang digunakan adalah menggunakan *purposive sampling*. Pengujian normalitas data dilakukan dengan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Dalam melakukan analisis korelasi, model yang dapat dipilih antara lain analisis *Sperman's rho*, *Kendall's Tau* dan *Pearson Correlation*. Analisis korelasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Kendall's Tau*. Model yang dapat digunakan untuk melihat nilai signifikansi korelasi antara *actual return saham* terhadap rasio proksi *IOS* baik secara langsung maupun tidak langsung melalui variable *intervening* realisasi pertumbuhan perusahaan dan kebijakan pendanaan. Data keuangan perusahaan manufaktur yang sudah dihitung sesuai dengan rasio keuangan dari setiap proksi *IOS* yang dipilih pada penelitian ini, selanjutnya diolah dengan menggunakan program SPSS 17.0 dengan metode *non parametric correlations test*. Rerangka penelitian ini seperti terlihat pada Gambar 1 berikut.



Gambar 1
Rerangka Penelitian

Dari gambar tersebut maka IOS dapat ditulis $Y_3 = f(X, Y_1, Y_2)$

Pengaruh langsung (*Direct Effect*)

α_2 = Besarnya pengaruh langsung X terhadap Y_1

β_2 = Besarnya pengaruh langsung X terhadap Y_2

β_3 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_2

δ_2 = Besarnya pengaruh langsung X terhadap Y_3

δ_3 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_3

δ_4 = Besarnya pengaruh langsung Y_2 terhadap Y_3

Pengaruh Tidak Langsung (*Indirect Effect*)

$\alpha_2 \delta_3$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X terhadap Y_3

$\alpha_2 \beta_3 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X terhadap Y_3

$\beta_2 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X terhadap Y_3

Pengaruh Total (total Effect)

$$\Theta_2 = \beta_2 \delta_4 + \alpha_2 \beta_3 \delta_4 + \alpha_2 \delta_3 + \delta_2 = \text{pengaruh total X terhadap } Y_3$$

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengujian Normalitas

Pengujian normalitas one sample kolmogorov smirnov return saham harian perusahaan sampel pada periode estimasi menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal. Karena dari hasil pengujian normalitas bahwa nilai signifikansi diketahui bahwa nilai signifikansi 2 tailed ketiga belas variabel yang digunakan pada penelitian ini semuanya menunjukkan $<0,05$. Hal ini membuktikan bahwa ke tiga belas variabel yakni perubahan harga saham (X), pertumbuhan penjualan (Y11), pertumbuhan laba (Y12), pertumbuhan Aset (Y13), pertumbuhan ekuitas (Y14), BDER (Y21), MBDER (Y22), MBVE (Y31), MBVA (Y32), PER (Y33), VPPE (Y34), CEBVA (Y35), CEMVA (Y36) tidak berdistribusi normal karena nilai signifikansinya dibawah α 0.05.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis *nonparametric correlation Kendall's_ tau b* antara *actual returns saham (X)* dengan enam proksi *IOS* berturut-turut sebagai berikut nilai korelasi antara variabel X terhadap Y31 sebesar -0.057 ($r = -0.057$) pada tingkat signifikansi 0.188 yang lebih besar dari α 0,05. Sehingga dapat dinyatakan tidak terdapat hubungan signifikan antara *actual return* dengan *MBVE* dan hipotesis alternatif pertama (Ha1) ditolak. Nilai Korelasi antara *actual return* saham dengan *market to book equity ratio (MBVE)* sebesar -5.7% dan secara statistik dinyatakan tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa *actual return* saham perusahaan manufaktur selama sepuluh tahun periode amatan di BEI tidak mencerminkan peluang investasi untuk perusahaan sampel. Karena rasio antara nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas (MBVE) tidak mencerminkan adanya peluang investasi. Hasil pengujian *nonparametric Kendall's_tau_b* antara *actual return* saham dengan *market to book equity ratio (MBVE)* membuktikan bahwa hipotesis alternatif Ha1 ditolak, artinya Ho diterima yakni tidak ada hubungan antara *actual return* saham dengan *market to book equity ratio (MBVE)*.

Korelasi antara variabel X terhadap (Y32) sebesar 0.205 ($r=0.205$) pada tingkat signifikansi 0.000 yang lebih kecil dari α 0,01. Sehingga dapat dinyatakan terdapat hubungan positif signifikan antara *actual return* dengan *MBVA* dan hipotesis alternatif kedua Ha2 diterima. *Actual return* saham perusahaan manufaktur sampel direspon positif oleh pasar, hal ini menunjukkan adanya peluang investasi pada perusahaan tersebut. Semakin besar nilai perubahan harga saham maka semakin tinggi pula nilai *IOS*. Dalam hal ini dapat dikatakan bahwa proksi *MBVA* dapat dipakai untuk menjelaskan adanya peluang investasi atau pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Selanjutnya korelasi antara variabel *actual return saham* (X) terhadap *PER* ($Y33$) sebesar 0.199 ($r=0.199$) pada tingkat signifikansi 0.000 yang lebih kecil dari α 0,01. Sehingga dapat dinyatakan terdapat hubungan signifikan antara *actual return* terhadap *PER* ($Y33$), berarti hipotesis alternatif ketiga H_{a3} yang diajukan pada penelitian ini diterima. Rasio *PER* atau rasio laba per lembar saham terhadap harga pasar saham merupakan ukuran *IOS* yang sama dengan rasio nilai buku terhadap nilai pasar merupakan model nilai ekuitas sebesar nilai laba dari *asset in place*. Nilai Korelasi antara *actual return* saham dengan *price earning ratio* (*PER*) sebesar 19.9% dan secara statistik dinyatakan signifikan. Hal ini berarti bahwa perubahan harga saham perusahaan manufaktur selama sepuluh tahun periode amatan di BEI mencerminkan peluang investasi untuk perusahaan sampel. Karena perubahan harga saham mampu meningkatkan rasio antara harga per lembar saham dengan laba yang diperoleh per lembar saham.

Hasil pengujian korelasi antara *actual return saham* (X) dengan *VPPE* ($Y34$) sebesar 0.017 ($r = 0.017$) pada tingkat signifikansi 0.695 yang lebih besar dari α 0,05. Sehingga dapat dikatakan tidak terdapat hubungan signifikan antara *actual return* (X) terhadap *VPPE* ($Y34$), dan berarti hipotesis alternatif keempat (H_{a4}) yang diajukan pada penelitian ini ditolak. Hal ini berarti bahwa perubahan harga saham perusahaan manufaktur selama sepuluh tahun periode amatan di BEI tidak mencerminkan peluang investasi untuk perusahaan sampel. Karena rasio antara nilai pasar terhadap nilai buku *VPPE* tidak mencerminkan adanya peluang investasi.

Hasil pengujian korelasi antara *actual return saham* (X) dengan *CEBVA* ($Y35$) sebesar 0.127 ($r=0.127$) pada tingkat signifikansi 0.003 yang lebih kecil dari α 0,01. Sehingga dapat dinyatakan terdapat hubungan positif dan signifikan antara *actual return* dengan *CEBVA*, berarti hipotesis alternatif kelima H_{a5} yang diajukan pada penelitian ini diterima. Hal ini berarti bahwa perubahan harga saham perusahaan manufaktur selama sepuluh tahun periode amatan di BEI mencerminkan adanya peluang investasi untuk perusahaan sampel. Karena perubahan harga saham mampu meningkatkan rasio *CEBVA*.

Sedangkan korelasi antara *actual return saham* (X) dengan *CEMVA* ($Y36$) sebesar 0.043 ($r=0.043$) pada tingkat signifikansi 0.325 yang lebih besar dari α 0,05. Sehingga dapat dinyatakan tidak terdapat hubungan positif signifikan antara *actual return* saham dengan *CEMVA*, berarti hipotesis alternatif keenam (H_{a6}) yang diajukan pada penelitian ini ditolak. Hal ini berarti bahwa *actual return saham* perusahaan manufaktur selama sepuluh tahun periode amatan di BEI tidak mencerminkan adanya peluang investasi untuk perusahaan sampel. Jadi secara keseluruhan korelasi antara variabel *actual return* saham dengan keenam indikator konstruk variabel proksi *IOS* perusahaan ditunjukkan dengan tiga indikator konstruk berkorelasi positif dan signifikan yakni *MBVA*, *CEBVA*, *PER* dan tiga variabel konstruk berkorelasi tidak signifikan yakni *MBVE*, *VPPE*, *CEMVA*.

Hasil pengujian korelasi antara *actual return saham* (X) dengan variabel *intervening* pertumbuhan riil perusahaan yang diukur dengan empat variabel konstruk pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, pertumbuhan aset, dan pertumbuhan ekuitas. Hasil pengujian korelasi *pertama* yakni terhadap pertumbuhan penjualan (Y_{11}) menunjukkan nilai korelasi positif 0,049 ($r = 0,049$) pada tingkat signifikansi 0.264 yang lebih besar dari α 0,05 berarti tidak terdapat hubungan positif signifikan; *kedua* korelasi terhadap pertumbuhan laba (Y_{12}) sebesar 0.049 ($r=0.049$) pada tingkat signifikansi 0.264 yang lebih besar dari α 0,05 berarti tidak terdapat hubungan positif signifikan; *ketiga* korelasi terhadap pertumbuhan aset (Y_{13}) sebesar 0.112 ($r = 0.112$) pada tingkat signifikansi 0.010 yang lebih kecil dari α 0,05 berarti terdapat hubungan positif signifikan; *keempat* korelasi terhadap pertumbuhan Ekuitas (Y_{14}) sebesar 0.129 ($r = 0.129$) pada tingkat signifikansi 0.003 yang lebih kecil dari α 0,01 berarti terdapat hubungan positif signifikan.

Hasil pengujian korelasi antara variabel *actual return* saham dengan keempat indikator konstruk variabel pertumbuhan riil perusahaan ditunjukkan dengan dua indikator konstruk yang tidak signifikan yakni pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba, dan dua variabel konstruk yang signifikan yakni pertumbuhan aset dan pertumbuhan ekuitas. Ketidak signifikanan hubungan dikarenakan *actual return* saham dari satu periode ke periode tahun selama sepuluh (10) tahun amatan berfluktuatif dan cenderung bernilai negatif artinya harga saham perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI mengalami penurunan. Penurunan harga saham berarti penurunan terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak mempengaruhi pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba. Namun disisi lain kondisi perubahan harga saham riil yang terjadi selama periode amatan 1998-2007 mampu mempengaruhi pertumbuhan aset dan ekuitas perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI.

Hasil pengujian *nonparametric correlation Kendall's_ tau b* antara *actual return saham* (X) dengan variabel *intervening* kebijakan pendanaan yang diukur dengan dua variabel konstruk yakni *BDER* (Y_{21}) dan *MBDER* (Y_{22}). *Pertama* korelasi antara *actual return saham* (X) terhadap *BDER* (Y_{21}) menunjukkan 0.126 ($r=0.126$) pada tingkat signifikansi 0.004 yang lebih kecil dari α 0.01, hal ini menunjukkan adanya hubungan positif signifikan antara kedua variabel tersebut. Berarti *actual return saham* dari selama periode waktu amatan direspon positif oleh nilai buku hutang terhadap ekuitas (*BDER*) perusahaan manufaktur. *Kedua*, korelasi antara *actual return saham* (X) terhadap *MBDER* (Y_{21}) sebesar 0.006 ($r=0.006$) pada tingkat signifikansi 0.898 yang lebih besar dari α 0,05. Pengujian ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara *actual return saham* (X) terhadap *MBDER* (Y_{21}). Berarti dengan perubahan harga saham dari periode ke periode waktu amatan direspon positif oleh pasar terhadap nilai buku hutang terhadap ekuitas (*MBDER*) perusahaan manufaktur.

Korelasi antara pertumbuhan riil perusahaan dengan kebijakan pendanaan mengindikasi-

kan bahwa semua indikator konstruk pertumbuhan riil perusahaan yakni pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, pertumbuhan aset, dan pertumbuhan ekuitas berhubungan positif dan signifikan dengan *book debt equity ratio (BDER)*. Pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba tidak signifikan hubungannya dengan *book to market debt equity ratio (MBDER)*, sedangkan pertumbuhan aset dan pertumbuhan ekuitas memiliki hubungan positif dan signifikan dengan *book to market debt equity ratio (MBDER)*.

Hasil pengujian korelasi antara variabel pertumbuhan riil perusahaan dengan proksi *IOS* secara umum dapat dikatakan bahwa pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba berhubungan positif dan signifikan hanya dengan proksi *CEMVA*, sedangkan variabel pertumbuhan aset berhubungan negatif dan signifikan dengan proksi *VPPE*, dan pertumbuhan ekuitas berhubungan negatif dan signifikan dengan proksi *VPPE*, berhubungan positif dan signifikan dengan proksi *MBVA*, *CEBVA* dan *CEMVA*. Selanjutnya hasil pengujian korelasi antara *variabel intervening* kebijakan pendanaan terhadap *IOS* diungkapkan sebagai berikut *BDER* berkorelasi positif dan signifikan hanya dengan proksi *CEMVA*, sedangkan *MBDER* berkorelasi positif dan signifikan dengan proksi *MBVE* dan *CEMVA*. Rekapitulasi dari hasil pengujian korelasi dengan metode *Nonparametric Correlation Kendall's_ tau b* dapat dilihat pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2
Rekapitulasi Nilai Korelasi antar Variabel Endogen Pertumbuhan riil dan Kebijakan Pendanaan Perusahaan dengan Proksi IOS

	MBVE		MBVA		PER		VPPE		CEBVA		CEMVA	
Pertumbuhan penjualan(SG)	.074	t.sig	.068	t.sig	.078	t.sig	-.031	t.sig	.035	t.sig	.158	sig
Pertumbuhan laba(PG)	.074	t.sig	.068	t.sig	.078	t.sig	-.031	t.sig	.035	t.sig	.158	sig
Pertumbuhan aset(AG)	-.040	t.sig	.021	t.sig	.021	t.sig	-.173	sig	.031	t.sig	.007	t.sig
Pertumbuhan ekuitas(EG)	.007	t.sig	.085	sig	.068	t.sig	-.214	sig	.093	sig	.112	Sig
BDER	.031	t.sig	.075	t.sig	.057	t.sig	-.121	t.sig	.091	t.sig	.095	sig
MBDER	.750	sig	-.024	t.sig	-.033	t.sig	.048	t.sig	-.019	t.sig	.087	sig

Sumber : Output SPSS 17.0

Hubungan Antara Actual Return, Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan dengan IOS Perusahaan

Hasil pengujian korelasi antar variabel maka dapat dianalisis bahwa hubungan positif dan signifikan antara *actual return* saham secara langsung terhadap proksi *IOS* terjadi pada *MBVA*, *PER*, *CEBVA*. Sedangkan secara tidak langsung melalui pertumbuhan riil

dan kebijakan pendanaan perusahaan terjadi pada *MBVA*, *VPPE*. Jadi yang konsisten memiliki hubungan positif dan signifikan baik secara langsung maupun tidak langsung antara *actual return* saham dengan proksi *IOS* terjadi hanya pada proksi *MBVA*. Hal ini berarti hubungan hanya terjadi secara parsial bukan secara keseluruhan, oleh karena itu hipotesis ketujuh (H_{a7}) dan hipotesis kedelapan (H_{a8}) ditolak.

SIMPULAN, SARAN, DAN KETERBATASAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian masing-masing keenam variabel proksi *IOS* diatas secara umum dapat ditunjukkan bahwa terdapat korelasi yang signifikan secara langsung antara *actual return* saham dengan proksi *IOS* antara lain *market value to book assets (MBVA)*, *price earning to earning ratio (PER)*, *ratio of capital expenditure to assets book value (CEBVA)*. Sedangkan yang tidak berkorelasi secara signifikan antara *actual return* saham dengan rasio proksi *IOS* adalah *market value to book equity (MBVE)*, *Firm value to book value of property, plant and equipment ratio (VPPE)*, *ratio of capital expenditure to assets market value (CEMVA)*. Sedangkan korelasi positif dan signifikan secara tidak langsung melalui variabel pertumbuhan riil dan kebijakan pendanaan perusahaan antara *actual return* saham dengan rasio proksi *IOS* terjadi pada *market value to book assets (MBVA)*, *Firm value to book value of property, plant and equipment ratio (VPPE)*. Selanjutnya yang konsisten memiliki hubungan positif dan signifikan baik secara langsung maupun tidak langsung antara *actual return* saham dengan proksi *IOS* terjadi pada proksi *MBVA* dan tidak terjadi hubungan positif terhadap proksi gabungan *IOS*.

Saran

1. Pertimbangan investasi seyogyanya dengan memperhatikan berbagai aspek tidak hanya dari sisi perubahan harga saham saja melainkan juga harus mempertimbangkan faktor lain seperti dividen, *capital gain* atau *short sell*, *risiko pasar*.
2. Reputasi, *image* yang baik akan prospek perusahaan dimasa mendatang terhadap investor seyogya terus dibangun oleh pihak perusahaan, karena prospek yang menjanjikan dapat meningkatkan kepercayaan pasar terhadap perusahaan akan semakin besar.
3. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini dengan menambah variabel independen yang mempengaruhi terciptanya peluang investasi atau dengan memperhatikan size perusahaan dan faktor eksternal seperti inflasi, peraturan pemerintah, kestabilan politik dan sebagainya.

Implikasi Hasil penelitian

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa proksi *IOS* sebagai variabel eksogen tidak selalu menunjukkan tingkat korelasi yang sama dengan proksi *IOS* sebagai variabel-endogen

terhadap perubahan harga saham. Hasil penelitian ini yang konsisten dengan penelitian Norpratiwi (2001) hanya proksi *IOS market value to book assets (MBVA)*, dan *ratio of capital expenditure to assets book value (CEBVA)*. Sedangkan yang tidak konsisten adalah proksi *IOS price earning to earning ratio (PER)*, *market value to book equity (MBVE)*. Hasil pengujian antara *actual return* saham terhadap keenam proksi *IOS* gabungan yang digunakan dalam penelitian menunjukkan tidak adanya hubungan baik secara langsung maupun tidak langsung. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan harga saham (*actual return* saham) selama periode 10 tahun amatan tidak cukup efektif memberikan signal positif terhadap adanya peluang investasi (*IOS*) dimasa depan. Rentang waktu pengamatan periode 1998-2007 pada perusahaan manufaktur yang *listing* di pasar modal di Indonesia dengan kondisi ekonomi yang masih dalam tahap *recovery* dari krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997 memberikan tingkat kesulitan tersendiri untuk mengetahui hubungan antara perubahan harga saham dengan set peluang investasi (*IOS*). Sehingga dimungkinkan terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi hubungan kedua variabel tersebut, atau dengan mengembangkan proksi *IOS* yang digunakan selain dari proksi *IOS* dalam penelitian ini.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih banyak memiliki keterbatasan yang kemungkinan dapat melemahkan hasil pengujian. Keterbatasan tersebut antara lain: 1) Sampel yang telah dipilih tidak dikelompokkan menjadi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. 2) Pemilihan sampel tidak memperhatikan adanya perbedaan struktur kepemilikan, perlakuan regulasi dari pemerintah, sehingga kemungkinan dapat memberikan kelemahan hasil analisis statistik. 3) Dalam melakukan perhitungan tidak membedakan hasil *actual return* saham yang positif dan negatif. 4) Penelitian ini juga mengabaikan masalah risiko, inflasi. Hal ini mungkin akan memberikan hasil yang bias.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, P George. 1993. "Growth, Corporate Policies, and the Investment Opportunity Set". *Journal of Accounting and Economics*. 16:161-165
- Beaver, H. William 1981. "Market Efficiency.", *The Accounting Review*. LVI (1): 23-37.
- Foster, George. 1986. "*Financial Statement Analysis*," New Jersey: Prentice-Hall Englewood Cliffs
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M.Gaver. 1993. "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies," *Journal Of Accounting & Economics*. 16: 125-160

- Gaver J. Jennifer., dan Keneth M. Gaver. 1995. "Compensation Policy and the Investment Opportunity Set," *Financial Management*. 24:19-32
- Gul,F.A., S. Leung, dan B. Srinidhi. 2003. Informative and Opportunistic Earnings Management and the value relevance of earning: Some Evidence on The Role of IOS, *Working Paper*. City University of Hong Kong. Department of Accountancy.
- Hartono, Jogiyanto. 1999. "Model Harga dan Model Return," *Laporan Akhir Diserahkan ke QUE Akuntansi FE UGM Yogyakarta*.
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma. 2000. "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham." *Simposium Nasional Akuntansi III: 820-850*.
- Jones, S., dan R. Sharma. 2001. The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividen Decision: Some Austalian Evidence, *Managerial Finance*. 27. 3; ABI/INFORM Global: 48
- Kallapur, Sanjay dan Mak A Trombley. 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth." *Journal of Bussiness Finance & Accounting* 26, April/May: 505-519.
- Kole, S.R. and K.M.Lehn, 1991. Deregulation and the Adaption of Governance Structure: The Case of the US Airline Industry. *Journal of Financial Economics*: 52.
- Myers, S. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal Financial Economics*. 5: 147-175
- Norpratiwi, MV.Agustina. 2004. "Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada saat pelaporan keuangan perusahaan)", *Thesis Pascasarjana UGM*.
- Riahi-Belkaoui, A. 2003. Anticipatory income smoothing and the investment opportunity set: An empirical Test of The Fudenberg and Tirole (1995) Model, *Review of Accounting & Finance*.2.2; ABI/INFORM Global.
- Saputro, J.A. dan Hartono, J. 2002. "Confirmatory factor Analysis Gabungan proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan." *Simposium Nasional Akuntansi V Semarang*: 192-212

- Saputro, J.A. 2003. Kesempatan Bertumbuh dan Manajemen Laba: Uji Hipotesis Political Cost. Dipresentasikan pada *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya.
- Skinner, Douglas J. 1993. "The Investment Opportunity Set and Corporate Control." *Journal of Accounting and Economics*. 16: 407-445
- Subekti, Imam. 2000. "Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Harga Saham," *Thesis* Pasca Sarjana FE UGM.
- Sami, H., S.M.S. Ho, dan C.K.K. 1999. "Association between the Investment Opportunity Set and Corporation Financing. Dividend, Leasing, And Compensation Policies: Some Evidence from an Emerging Market, *kertas kerja* dipresentasikan pada program MSi- Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada tanggal 2 Agustus 1999.
- Smith Jr.Clifford W., dan Ross L.Watts. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies." *Journal of Financial Economics*. 2: 263-292
- Vogt, S.C. 1997. "Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcement." *Financial Management*: 3-30.
- Watts, Ross L., dan Jerold L. Zimmermman. 1986. "*Positive Accounting Theory*," Prentice Hall Englewood Cliffs, NJ.