

**ANALISIS RASIO LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, AKTIVITAS,
SOLVABILITAS DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DALAM
TAHAPAN SIKLUS KEHIDUPAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ) TAHUN 2001 – 2005.**

ARDI HAMZAH

Jurusan Akuntansi

Fakultas Ekonomi, Universitas Trunojoyo, Madura

ABSTRACT

The objective of this research is to analysis of liquidity, profitability, activity and solvency ratios on investment opportunity set (IOS) in the stages of life cycle of manufacturing firms that are listed on the Jakarta Stock Exchange. The sample of the study are manufacture firms listed on the Jakarta Stock Exchange that distributed dividend successively in 2001 – 2005. Sample size consists of total is 135 firms.

This study indicates that on the start-up stage, activity and solvency ratios have effect on IOS. On the initial expansion stage, activity ratio has effect on IOS and on the final expansion no ratio has effect on IOS. For mature and decline stages, also no ratio has effect on IOS. Therefore, financial ratios can be used manufacture firm analysis tools at start-up and initial expansion stages, but not at final expansion, mature and decline stages.

Keyword: liquidity, profitability, activity, solvency, investment opportunity set, manufacturing firms

I. PENDAHULUAN

Penelitian tentang *investment opportunity set* (IOS) telah banyak dilakukan oleh beberapa peneliti, baik yang ada di luar negeri maupun di Indonesia (Myerr, 1977); Kaaro dan Hartono, 2002; AlNajjar dan Belkaoui, 2001; Lestari, 2004; dan Pagalung, 2002. Penelitian mengenai IOS dan sejumlah variabel rasio akuntansi keuangan dikaitkan dengan tahapan siklus kehidupan perusahaan masih belum banyak dilakukan. Para peneliti yang meneliti mengenai IOS dan rasio akuntansi keuangan dalam tahapan siklus kehidupan perusahaan di antaranya Anthony dan Ramesh (1988), Gup dan Agrawal (1996) serta Puspitasari dan Gumanti (2005).

Anthony dan Ramesh (1988) serta Gup dan Agrrawal (1996) menyatakan bahwa setiap perusahaan pasti mengalami tahapan siklus kehidupan di mana siklus ini identik dengan siklus kehidupan perusahaan. Adapun tahap dari siklus kehidupan perusahaan adalah tahap pendirian (*start-up*), tahap ekspansi (*expansion*), tahap kedewasaan (*mature*), dan tahap penurunan (*declining*). Pada setiap siklus kehidupan perusahaan perilaku rasio-rasio keuangan juga tidak mengalami kesamaan. Adanya ketidaksamaan ini dapat digunakan sebagai prediksi pada nilai seperti apa rasio-rasio keuangan mengalami peningkatan atau penurunan dikaitkan dengan siklus hidup perusahaan. Menurut Anthony dan Ramesh (1988) serta Gup dan Agrrawal (1996) bahwa perusahaan yang berada dalam tahap siklus yang berbeda, baik dalam tahap pendirian, ekspansi, kedewasaan, maupun penurunan memiliki karakteristik yang berbeda dalam ukuran kinerja finansialnya.

Menurut Myerr (1977) nilai suatu perusahaan dapat diukur dengan IOS. Dalam hal ini konsep nilai perusahaan adalah suatu kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunity*). Pada tahapan siklus kehidupan perusahaan proporsi kedua komponen itu juga berbeda. Pertumbuhan perusahaan yang dapat mengukur nilai perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan, baik oleh pihak internal perusahaan, yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas terhadap *investment opportunity set* (IOS) dalam tahapan siklus kehidupan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada periode 2001 – 2005. Motivasi penelitian ini dikarenakan oleh belum banyaknya penelitian mengenai IOS yang dikaitkan dengan rasio-rasio keuangan. Manfaat penelitian ini diharapkan agar para investor dapat memperoleh keuntungan melalui rasio keuangan berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas terhadap IOS. Selain itu, investor dapat melihat kinerja atau pertumbuhan perusahaan dengan adanya IOS melalui rasio-rasio keuangan tersebut.

II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menurut Myer (1977) nilai perusahaan terdiri atas dua komponen, yaitu aset yang dimiliki (*asset in place*) dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*). Aset yang dimiliki dan kesempatan bertumbuh proporsinya berbeda tergantung pada tahap siklus kehidupan perusahaan. Untuk mengukur nilai perusahaan dapat digunakan proksi *investment opportunity set* (IOS). Ada beberapa proksi yang digunakan untuk mengukur IOS yang dapat dikelompokkan ke dalam tiga kelompok, yaitu proksi berbasis harga, proksi berbasis investasi, dan *variance measure*.

Proksi berbasis harga mendasarkan pada perbedaan antara aset dan nilai perusahaan sehingga proksi ini sangat tergantung pada harga saham. Proksi berbasis harga adalah (1) rasio *market to book value of equity*; (2) rasio *book to market value of asset*; (3) Tobin'q; (4) rasio *earnings to price*; (5) rasio *firm value to property*,

plant and equipment; (6) rasio firm value to depreciation; (7) rasio market value of equity plus book value of debt; (8) dividend yield; (9) return on equity; (10) rasio non-interest revenue to total revenue.

Proksi berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan. Proksi IOS berbasis investasi adalah (1) rasio *research and development to assets*; (2) rasio *research and development to sales*; (3) rasio *capital expenditure to book value asset*; (4) rasio *capital expenditure to market value of asset*; (5) rasio *investment to net sales*; (6) rasio *capital addition to asset book value*; (7) rasio *investment to earning*; (8) *log of firm value*.

Proksi berbasis *variance* mendasarkan pada ide bahwa pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan mendasarkan pada peningkatan aset. Proksi berbasis *variance* adalah *variance return*, beta asset, dan *variance of asset deflated sales*.

Pada tahapan siklus kehidupan yang berbeda, IOS dan rasio-rasio akuntansi keuangan seperti rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas juga tidak sama nilainya. Keterkaitan antara IOS dan rasio-rasio keuangan tersebut dalam siklus kehidupan perusahaan dapat digunakan untuk mengetahui kinerja keuangan pada tahap siklus kehidupan perusahaan (Anthony dan Ramesh, 1988; Gup dan Agrawal, 1996; Puspitasari dan Gumanti, 2005). Perspektif kinerja keuangan merupakan tujuan akhir perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan atau adanya tujuan bersama (*goal congruen*).

Perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi menandakan kesempatan bertumbuh perusahaan cenderung rendah. Hal ini dikarenakan oleh lebih banyak aktiva lancar yang ada di perusahaan dibandingkan dengan aktiva tetapnya. Aktiva tetap juga mengalami penurunan nilai dikarenakan oleh adanya faktor penurunan ekonomi atau depresiasi. Pada tahap ini juga banyak aktiva tetap yang sudah tidak produktif lagi dijual oleh perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Kaaro dan Hartono (2002) menunjukkan hasil yang signifikan antara likuiditas dengan kesempatan bertumbuh perusahaan.

Tingkat profitabilitas yang tinggi pada perusahaan akan meningkatkan daya saing antarperusahaan. Perusahaan yang memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi akan membuka lini atau cabang yang baru serta memperbesar investasi atau membuka investasi baru terkait dengan perusahaan induknya. Tingkat keuntungan yang tinggi menandakan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang. Hubungan antara profitabilitas dan *investment opportunity set* (IOS) yang dilakukan pengujiannya oleh AlNajjar dan Belkaoui (2001) serta Lestari (2004) menunjukkan hasil yang signifikan positif. Penelitian yang dilakukan oleh Pagalung (2002) antara likuiditas dengan IOS tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Aktivitas perusahaan menunjukkan tingkat efektivitas yang ada pada perusahaan. Semakin tinggi tingkat aktivitas yang ada pada perusahaan semakin besar aliran kas yang diterima perusahaan berarti semakin efektif dalam mengelola aktivitas transaksi yang ada di perusahaan. Adanya tingkat efektivitas yang tinggi menunjukkan kesempatan bertumbuh perusahaan yang tinggi pada masa mendatang.

Hubungan antara aktivitas perusahaan dengan IOS diprediksi mempunyai pengaruh secara positif.

Menurut Myerr (1977) perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk memperkecil utang. Ini dikarenakan oleh semakin tinggi tingkat utang perusahaan akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan diprediksi mengalami kebangkrutan oleh *debtholder* jika tidak mampu membayar utang. Penelitian pengaruh pertumbuhan perusahaan yang diproksi dengan *investment opportunity set* (IOS) dengan utang dilakukan oleh Pakaryaningsih (2004) yang menunjukkan hasil yang signifikan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Al Najjar dan Belkaoui (2001), Lestari (2004) juga menunjukkan pengaruh yang signifikan negatif, tetapi penelitian yang dilakukan oleh Pagalung (2002) menunjukkan pengaruh yang signifikan positif antara kebijakan utang dan IOS. Pada penelitian yang dilakukan oleh Kaaro dan Hartono (2002) pengaruh utang terhadap IOS pada periode normal menunjukkan hasil yang tidak signifikan, tetapi pada periode krisis menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Konsep siklus kehidupan perusahaan dapat digunakan untuk menjelaskan ukuran kinerja berupa rasio-rasio keuangan dan pertumbuhan perusahaan. Pada tahap pendirian (*start-up*) aliran kas perusahaan sedikit sekali bernilai positif. Kecilnya aliran kas perusahaan menyebabkan kesempatan bertumbuh perusahaan juga kecil. Hal ini terjadi karena pada tahap pendirian, perusahaan fokus pada pengembangan produk dan pengembangan pasar. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat diajukan hipotesis penelitian ini sebagai berikut.

H_{A1}: Rasio-rasio keuangan berupa rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, dan solvabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) pada tahap pendirian.

Pada tahap ekspansi aliran kas perusahaan lebih besar dibandingkan dengan pada tahap pendirian. Pada tahap ini kesempatan bertumbuh telah dimulai dan perusahaan memperoleh keuntungan yang semakin lama semakin besar. Pada tahap ekspansi, perusahaan fokus untuk memperbesar kemampuan dan meningkatkan *market share*. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat diturunkan hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

H_{A2}: Rasio-rasio keuangan berupa rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, dan solvabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) pada tahap ekspansi awal.

H_{A3}: Rasio-rasio keuangan berupa rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, dan solvabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) pada tahap ekspansi akhir.

Pada tahap kedewasaan (*mature*) aliran kas perusahaan relatif stabil. Perusahaan berada dalam tahap pertumbuhan yang sedang, bahkan terkadang menurun. Pada tahap kedewasaan persaingan menjadi lebih intens. Penekanan yang dilakukan perusahaan adalah mengurangi kos melalui perbaikan penggunaan kemampuan. Dengan mengacu pada hal tersebut, maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut.

H_{A4}: Rasio-rasio keuangan berupa rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, dan solvabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) pada tahap kedewasaan.

Pada tahap penurunan (*decline*) aliran kas perusahaan secara terus menerus mengalami penurunan. Pada tahap ini kesempatan bertumbuh mengalami stagnasi terkadang juga mengalami penurunan. Berdasar pada hal tersebut, maka hipotesis penelitian sebagai berikut.

H_{A5}: Rasio-rasio keuangan berupa rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas, dan solvabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) pada tahap penurunan.

III. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penentuan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ serta membagikan dividen secara berturut-turut selama periode 2001–2005 dan laporan keuangan auditan perusahaan dipublikasikan di media massa. Jumlah perusahaan manufaktur yang menjadi total sampel perusahaan adalah sebanyak 135 perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa aktiva lancar, utang lancar, aktiva tetap, total aktiva, total utang, nilai penjualan, laba dan

ekuitas dari tahun 2000 – 2005. Sumber data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), Pusat Pasar Modal PPA UGM, dan *website* mengenai pasar modal.

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel independen berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas serta variabel dependen berupa *investment opportunity set* (IOS). Rasio likuiditas diproksi dengan rasio lancar yang diukur dengan membagi aktiva lancar dengan utang lancar. Rasio profitabilitas diproksi dengan *return on investment* (ROI) yang diukur dengan membagi laba dengan investasi. Rasio aktivitas diproksi dengan perputaran penjualan yang diukur dengan membagi penjualan dengan total aktiva. Rasio solvabilitas diproksi dengan *debt to equity ratio* yang diukur dengan membagi total utang dengan total ekuitas. IOS pada penelitian ini menggunakan variabel tunggal yang merupakan proksi dari kesempatan bertumbuh. IOS diukur dengan mengurangi aktiva tetap pada periode ini dengan periode sebelumnya lalu dibagi dengan total aktiva.

Penetapan siklus kehidupan perusahaan menurut Gup dan Agrawal (1996) didasarkan pada pertumbuhan penjualan yang dihitung dengan rumus $[(net\ sales\ t - net\ sales\ t-1) / net\ sales\ t - 1] \times 100\%$. Setelah pertumbuhan penjualan diketahui dari rumus tersebut, maka perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian dikelompokkan pertumbuhan penjualan ke dalam tiap-tiap siklus kehidupan dengan mengikuti kriteria seperti yang digunakan oleh Anthony dan Ramesh (1988) serta Gup dan Agrawal (1996) sebagai berikut.

No	Tahap	Rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 tahun
----	-------	--

1	<i>Start-up</i>	>50%
2	Ekspansi awal	20 – 50%
3	Ekspansi akhir	10 – 20%
4	<i>Mature</i>	1 – 10%
5	<i>Decline</i>	<1%

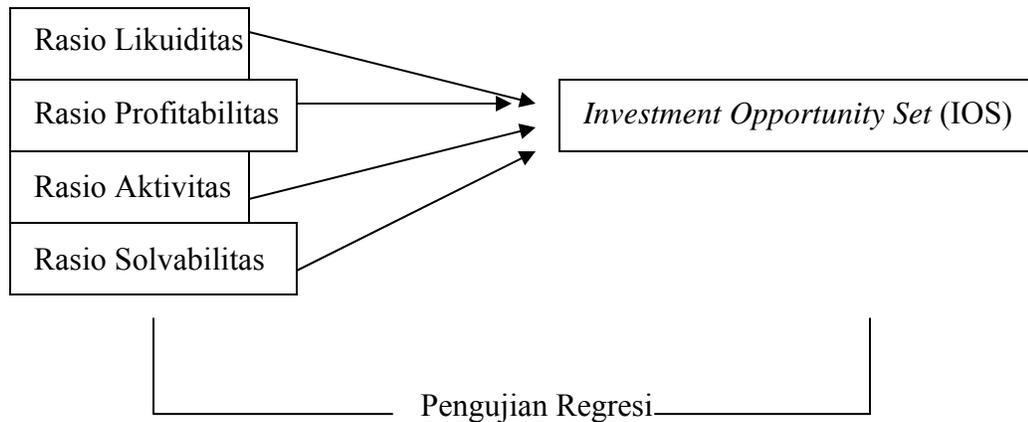
Sumber: Gup dan Agrawal (1996)

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dalam pengelompokan siklus kehidupan perusahaan menurut rata-rata pertumbuhan penjualan selama periode 2001 – 2005, maka perusahaan dapat diklasifikasikan dalam tahapan siklus kehidupan perusahaan. Adapun klasifikasi tahapan siklus perusahaan yang meliputi pendirian (*start-up*), ekspansi awal (*initial expansion*), ekspansi akhir (*final expansion*), kedewasaan (*mature*), dan penurunan (*declining*) dapat ditunjukkan sebagai berikut.

No	Siklus Hidup Perusahaan	Jumlah Perusahaan
1	<i>Start-up</i>	2
2	Ekspansi awal	39
3	Ekspansi akhir	38
4	<i>Mature</i>	26
5	<i>Decline</i>	30
Jumlah		135 perusahaan

Menurut Puspitasasi dan Gumanti (2005), pembedaan tahap ekspansi pada tahap ekspansi awal dan ekspansi akhir karena pada tahap ekspansi, perilaku perusahaan tidak terus berada dalam kondisi berekspansi, tetapi pasti mengalami penurunan ekspansi. Pembedaan tahap ekspansi tersebut bertujuan untuk memperoleh hasil yang lebih akurat dan detail tentang bagaimana perusahaan ketika berada pada tahap ekspansi awal dan bagaimana perusahaan ketika berada pada tahap ekspansi akhir.

Skema rancangan model penelitian ini yang meliputi tahap pendirian, ekspansi awal, ekspansi akhir, kedewasaan, dan penurunan dapat ditunjukkan sebagai berikut ini.



IV. PEMBAHASAN

Pengujian data penelitian ini menggunakan analisis deskriptif dan analisis regresi. Hasil pengujian dengan analisis deskriptif pada siklus kehidupan perusahaan yang meliputi tahap pendirian, ekspansi awal, ekspansi akhir, kedewasaan dan penurunan dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1 Hasil Pengujian Deskriptif Statistik

Tahap	Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Deviasi Standar
<i>Start-up</i>	1. Likuiditas	0,9126	1,2246	1,068606	0,2206092
	2. Profitabilitas	-0,1893	0,0935	-0,047917	0,1999989
	3. Aktivitas	2,8228	3,4338	3,128301	0,4320384
	4. Solvabilitas	0,7223	0,8912	0,806754	0,1194364
	5. IOS	0,0054	0,1066	0,55985	0,715409
Ekspansi Awal	1. Likuiditas	0,6800	7,5300	2,693347	1,7571302
	2. Profitabilitas	0,0873	0,7450	0,265941	0,1638790
	3. Aktivitas	0,5200	12,0033	1,587574	1,7609500
	4. Solvabilitas	0,1100	0,8600	0,449570	0,1984613

	5. IOS	-0,0350	0,8314	0,059534	0,1370246
Ekspansi Akhir	1. Likuiditas	0,6805	7,5763	2,575256	1,6020080
	2. Profitabilitas	-0,0269	0,6627	0,274898	1,778722
	3. Aktivitas	0,6700	2,6005	1,416415	0,5470985
	4. Solvabilitas	0,1400	15,7000	0,851577	2,4788966
	5. IOS	-0,1913	0,1093	0,018446	0,0512140
Mature	1. Likuiditas	0,9200	6,8600	2,793906	1,5407094
	2. Profitabilitas	0,0288	0,8720	0,273729	0,1979861
	3. Aktivitas	0,7300	2,2000	1,360756	0,3962379
	4. Solvabilitas	0,1400	0,7900	0,400800	0,1841127
	5. IOS	-0,0533	0,1118	0,016168	0,0378163
Decline	1. Likuiditas	0,9200	7,7158	2,933365	1,8008203
	2. Profitabilitas	0,0348	0,9750	0,240048	0,2133530
	3. Aktivitas	0,5200	2,5664	1,334747	0,4276389
	4. Solvabilitas	0,1045	0,8452	0,406027	0,1992878
	5. IOS	-0,1071	0,0851	0,007027	0,0354836

Tabel 1 menyajikan deskripsi variabel sampel penelitian untuk tahap pendirian (*start-up*), ekspansi awal (*initial expansion*), ekspansi akhir (*final expansion*), kedewasaan (*mature*), dan penurunan (*declining*). Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa rata-rata rasio likuiditas tertinggi ada pada tahap penurunan. Hal ini terjadi karena pada tahap penurunan banyak pengeluaran yang dilakukan bila dibandingkan dengan aliran kas yang masuk pada perusahaan. Pada tahap ini kesempatan bertumbuh perusahaan cenderung rendah akibat adanya kemungkinan aktiva tetap banyak dijual atau mengalami penurunan nilai dikarenakan oleh faktor ekonomi atau depresiasi.

Rata-rata rasio profitabilitas tertinggi ada pada tahap ekspansi akhir. Hal ini terjadi karena pada tahap ekspansi akhir merupakan puncak dari aliran kas yang tertinggi sebelum pada keadaan stagnan atau stabil. Pada tahap ini kebutuhan dana perusahaan secara internal terpenuhi dengan besarnya aliran kas yang diterima oleh

perusahaan. Oleh karena itu, tingkat pertumbuhan perusahaan juga cenderung tinggi pada tahap ini.

Rata-rata rasio aktivitas tertinggi ada pada tahap pendirian. Hal ini terjadi karena pada tahap pendirian perusahaan berusaha untuk memenangkan persaingan yang ada di pasar. Untuk memenangkan upaya tersebut maka pihak manajemen melakukan pengelolaan efektivitas dan efisiensi pada aktivitas yang dilakukan secara tepat dan ketat untuk mencapai target yang ditentukan oleh perusahaan. Pada tahap ini perusahaan juga mempunyai semangat baru untuk melakukan aktivitas berupa penjualan produk-produk yang baru diproduksinya.

Rata-rata rasio solvabilitas yang tertinggi ada pada tahap ekspansi akhir. Ini terjadi karena pada tahap ini pertumbuhan perusahaan juga besar sehingga perusahaan kemungkinan melakukan investasi baru atau pengembangan investasi yang sudah ada dengan meminjam dana dari pihak ketiga. Adanya dana pinjaman dari pihak ketiga ini dikarenakan oleh dana dari sumber internal tidak cukup untuk mendanai investasi baru atau pengembangan investasi yang dilakukan oleh perusahaan.

Sebelum dilakukan pengujian regresi berganda pada tahap pendirian, ekspansi awal, ekspansi akhir, kedewasaan, dan penurunan dilakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik meliputi normalitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas. Pada uji asumsi klasik yang dilakukan dapat dinyatakan bahwa variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbebas dari uji asumsi klasik. Dengan terbebasnya dari uji asumsi klasik, maka model penelitian merupakan estimasi yang tidak bias atau *Best Linier Unbias Estimator* (BLUE).

Pada model 1, yaitu pada tahap pendirian (*start-up*) hasil pengujian regresi dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 Hasil Pengujian Regresi pada Tahap *Start-up*

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-test	signifikansi
Konstanta	0.077118	0,057839	1,42072	0,210
Likuiditas	-0,061733	0,09818	-1,38964	0,157
Profitabilitas	-0,015030	0,09066	-0,4892	0,240
Aktivitas*	0,057423	0,090388	-1,85429	0,001
Solvabilitas*	-0,259487	0,061482	-9,005	0,000
<i>Adjusted R</i> ² = 87,6%				
F-test = 32,614 sig. = 0,000				

Variabel Dependen adalah *Investment Opportunity Set (IOS)*

*signifikansi pada $\alpha = 0,01$

**signifikansi pada $\alpha = 0,01$

Berdasarkan tabel 2 tersebut dapat diketahui bahwa pada tahap pendirian variabel-variabel independen yang berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen yang berupa *investment opportunity set (IOS)*. Ini dapat dilihat dari nilai F-test sebesar 32,614 dengan signifikansi 0,000. Nilai *adjusted R square* sebesar 87,6%. Ini berarti bahwa variabel-variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 87,6%, sedangkan 12,4% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar variabel-variabel independen. Variabel-variabel lain ini dapat berupa rasio keuangan yang lain, industri, atau kondisi ekonomi makro. Untuk pengujian dengan regresi parsial hanya variabel aktivitas dan solvabilitas yang berpengaruh terhadap IOS. Ini dapat dilihat dari nilai t-test tiap-tiap rasio tersebut adalah sebesar -1,85429 dan -9,005 serta nilai signifikansi kedua rasio adalah sebesar 0,001 dan 0,000.

Tanda negatif pada rasio aktivitas berarti bahwa semakin efektif aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan, maka semakin kecil kesempatan bertumbuh perusahaan. Hal ini tidak sesuai dengan telaah literatur dan penelitian terdahulu yang mengemukakan bahwa semakin efektif rasio aktivitas pada perusahaan, maka semakin besar kesempatan bertumbuh perusahaan. Adanya hal ini kemungkinan dikarenakan oleh investasi yang dilakukan perusahaan dari efektivitas rasio aktivitas menghasilkan nilai sekarang bersih yang negatif sehingga kesempatan bertumbuh perusahaan juga rendah. Tanda negatif pada rasio solvabilitas sesuai dengan telaah literatur dan mendukung penelitian yang dilakukan oleh Pakaryaningsih (2004), AlNajjar dan Belkaoui (2001), Lestari (2004), tetapi berlawanan dengan hasil yang diperoleh oleh Pagalung (2002), yaitu berhubungan positif antara rasio solvabilitas dan IOS. Tanda negatif ini berarti bahwa semakin besar rasio solvabilitas yang dimiliki oleh perusahaan, maka semakin kecil kesempatan bertumbuh perusahaan. Ini dikarenakan oleh laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membayar kewajiban pada pihak ketiga, bukan untuk investasi yang dilakukan perusahaan.

Pada model 2, yaitu pada tahap ekspansi awal (*initial expansion*) hasil pengujian regresi dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3 Hasil Pengujian Regresi pada Tahap Ekspansi Awal

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-test	signifikansi
Konstanta	0,015	0,069	0,221	0,826
Likuiditas	-0,015	0,010	-1,536	0,134
Profitabilitas	-0,059	0,060	-0,975	0,337
Aktivitas*	0,066	0,006	11,317	0,000
Solvabilitas	-0,012	0,085	-0,139	0,891

$Adjusted R^2 = 80,8\%$ *F-test = 40,867 sig. = 0,000
--

Variabel Dependen adalah *Investment Opportunity Set (IOS)*

*signifikansi pada $\alpha = 0,01$

**signifikansi pada $\alpha = 0,01$

Berdasarkan tabel 3 tersebut dapat diketahui bahwa pada tahap ekspansi awal variabel-variabel independen yang berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yang berupa *investment opportunity set (IOS)*. Hal ini dapat dilihat dari nilai F-test sebesar 40,867 dengan nilai signifikansi 0,000. Nilai *adjusted R square* sebesar 80,8%. Ini berarti bahwa variabel-variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 80,8%, sedangkan 19,2% dijelaskan oleh variabel-variabel lain, seperti variabel-variabel rasio keuangan yang lain, industri, dan ekonomi makro. Untuk pengujian regresi secara parsial hanya rasio aktivitas yang berpengaruh secara signifikan terhadap IOS. Ini dapat ditunjukkan dengan nilai t-test sebesar 11,317 dan nilai signifikansi 0,000. Tanda pada rasio aktivitas adalah negatif. Ini berarti bahwa semakin besar tingkat aktivitas perusahaan semakin kecil kesempatan bertumbuh perusahaan. Adanya hal tersebut dapat dikarenakan oleh hasil dari aktivitas yang digunakan untuk investasi tidak mendapat hasil nilai sekarang yang positif, tetapi negatif sehingga hubungan rasio aktivitas terhadap IOS adalah berkebalikan.

Pada model 3, yaitu pada tahap ekspansi akhir (*final expansion*) hasil pengujian regresi dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4 Hasil Pengujian Regresi pada Tahap Ekspansi Akhir

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-test	signifikansi
Konstanta	0,073	0,032	2,310	0,270
Likuiditas	-0,007	0,006	-1,169	0,251
Profitabilitas	-0,020	0,056	-0,360	0,721
Aktivitas	-0,023	0,017	-1,356	0,184
Solvabilitas	0,001	0,003	0,349	0,729
<i>Adjusted R</i> ² = 0,9%				
F-test = 0,915 sig. = 0,467				

Variabel Dependen adalah *Investment Opportunity Set (IOS)*

*signifikansi pada $\alpha = 0,01$

**signifikansi pada $\alpha = 0,01$

Berdasarkan tabel 4 tersebut, dapat dilihat bahwa variabel-variabel independen berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen berupa *investment opportunity set (IOS)*. Ini dapat dilihat dari nilai F-test yang sangat kecil, yaitu sebesar 0,915 dan nilai signifikansi 0,467. Nilai *adjusted R square* pada tahap ini sangat kecil, yaitu sebesar 0,9%. Pengujian dengan regresi secara parsial juga menunjukkan tidak ada satu pun rasio keuangan yang berpengaruh secara signifikan terhadap IOS. Dengan tidak adanya pengaruh variabel-variabel independen yang berupa rasio-rasio keuangan tersebut terhadap IOS, maka dapat dikatakan bahwa rasio-rasio yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat digunakan untuk menganalisis IOS dalam tahap ekspansi akhir.

Untuk model 4, yaitu pada tahap kedewasaan (*mature*) hasil pengujian regresi dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5 Hasil Pengujian Regresi Pada Tahap *Mature*

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-test	signifikansi
----------	-----------	----------------	--------	--------------

Konstanta	0,092	0,043	2,114	0,047
Likuiditas	-0,010	0,007	-1,535	0,140
Profitabilitas	-0,003	0,039	-0,076	0,940
Aktivitas	-0,028	0,020	-1,380	0,182
Solvabilitas	-0,019	0,059	-0,327	0,749
<i>Adjusted R</i> ² = 4,5%				
F-test = 1,294 sig. = 0,304				

Variabel Dependen adalah *Investment Opportunity Set (IOS)*

*signifikansi pada $\alpha = 0,01$

**signifikansi pada $\alpha = 0,01$

Berdasarkan tabel 5 tersebut, dapat ditunjukkan bahwa variabel-variabel independen berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas tidak berpengaruh secara signifikan, baik secara bersama-sama maupun parsial terhadap variabel dependen berupa *investment opportunity set (IOS)*. Ini dapat dilihat dari nilai F-test yang kecil, yaitu sebesar 1,294 dan nilai signifikansi 0,304 serta nilai t-test yang lebih kecil daripada nilai t-hitung. Dengan tidak adanya pengaruh variabel-variabel independen yang berupa rasio-rasio keuangan tersebut terhadap IOS, maka dapat dikatakan bahwa rasio-rasio yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat digunakan untuk menganalisis IOS dalam tahap kedewasaan.

Untuk model 5, yaitu pada tahap *decline* hasil pengujian regresi dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6 Hasil Pengujian Regresi pada Tahap Decline

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-test	signifikansi
Konstanta	0,012	0,046	0,270	0,789
Likuiditas	-0,003	0,006	-0,581	0,566
Profitabilitas	-0,054	0,033	-1,615	0,119
Aktivitas	0,023	0,017	1,299	0,206
Solvabilitas	-0,066	0,052	-1,268	0,217

$Adjusted R^2 = 1,2\%$ $F\text{-test} = 1,086 \quad sig. = 0,385$
--

Variabel Dependen adalah *Investment Opportunity Set (IOS)*

*signifikansi pada $\alpha = 0,01$

**signifikansi pada $\alpha = 0,01$

Berdasarkan tabel 6 tersebut, dapat ditunjukkan juga bahwa variabel-variabel independen berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas dan solvabilitas tidak berpengaruh secara signifikan, baik secara bersama-sama maupun parsial terhadap variabel dependen berupa *investment opportunity set (IOS)*. Ini dapat dilihat dari nilai *F-test* yang kecil, yaitu sebesar 1,086 dan nilai signifikansi 0,385 serta nilai *t-test* yang lebih kecil daripada nilai *t*-hitung. Dengan tidak adanya pengaruh variabel-variabel independen yang berupa rasio-rasio keuangan tersebut terhadap IOS, maka dapat dikatakan bahwa rasio-rasio yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat digunakan untuk menganalisis IOS dalam tahap *decline*.

V. SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

Hasil pengujian dengan regresi berganda antara variabel-variabel independen berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas terhadap variabel dependen berupa *investment opportunity set (IOS)* berpengaruh secara signifikan pada tahap pendirian (*start-up*) dan ekspansi awal (*initial expansion*), sedangkan pada tahap ekspansi akhir (*final expansion*), kedewasaan (*mature*), dan *decline* tidak berpengaruh secara signifikan. Untuk pengujian regresi secara parsial pada tahap pendirian hanya rasio aktivitas dan solvabilitas yang berpengaruh secara signifikan pada IOS, sedangkan pada tahap ekspansi awal hanya rasio aktivitas yang

berpengaruh secara signifikan pada IOS. Pada tahap ekspansi akhir, kedewasaan, dan *decline* tidak ada satu pun rasio keuangan dalam penelitian ini yang berpengaruh secara signifikan terhadap IOS. Dengan adanya hal itu, maka rasio-rasio keuangan dapat digunakan sebagai alat analisis perusahaan manufaktur yang dijadikan sample penelitian ini pada tahap pendirian dan ekspansi awal, tetapi tidak pada tahap ekspansi akhir, kedewasaan, dan *decline*.

Proksi-proksi tunggal *investment opportunity set* (IOS) yang digunakan pada penelitian ini hanya 1 dan berbasiskan pada investasi, yaitu perubahan nilai aktiva tetap dibagi dengan total aktiva. Proksi dari rasio keuangan yang berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas juga hanya diwakili 1 saja.

Pengembangan lebih lanjut dari penelitian ini dapat dilakukan dengan menambahkan sampel dengan jenis industri selain perusahaan manufaktur sehingga dapat dilihat perbedaan antara rasio-rasio keuangan terhadap perusahaan manufaktur dan nonmanufaktur dalam tahapan siklus kehidupan perusahaan. Penelitian berikutnya dapat meneliti rasio-rasio keuangan pada IOS dalam siklus tahapan kehidupan perusahaan dengan menggunakan proksi pertumbuhan perusahaan yang berbasis harga atau berbasis investasi dengan formula yang lain dan proksi yang berbasis *variance*. Selain itu, proksi dari rasio-rasio keuangan berupa rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan solvabilitas dapat lebih dari satu atau proksi tersebut diganti dengan proksi lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- AlNajjar dan Ahmed Riahi Belkaoui. 2001. "Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities". *Journal of Managerial Finance*. Vol. 27, No.3, pp.72 – 99.
- Anthony, Joseph H. dan K. Ramesh. 1988. "Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of The Life Cycle Hypothesis". *Journal of Accounting and Economics*.
- Cooper, Donald R and Pamela S Schindler. 2001. *Business Research Methods*. Seventh Edition. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Ekawati, Erni. 2004. "Level of Growth and Accounting Profitability in Corporate Value Creation Strategy". Simposium Nasional Akuntansi VII, Bali.
- Gujarati, N. Damodar. 2000. *Basic Econometrics*. International Edition. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Gup. B dan , R. Agrawal. 1996. *The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding*.
- Kaaro, Hermeindito dan Jogiyanto Hartono. 2002. "Perilaku Keputusan Investasi Berbasis Peluang Investasi dan Ketersediaan Keuangan Internal". Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang.
- Lestari, Holydia. 2004. "Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi". Simposium Nasional Akuntansi VII, Bali.
- Myers, S.C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economic*. Vol.5, pp. 147 – 175.
- Nugroho, Julianto Agung dan Jogiyanto Hartono. 2002. "Confirmatory factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan

Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan”. Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang.

Pagalung, Gagaring. 2002. “Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)”. Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang.

Pakaryaningsih, Elok. 2004. “Tax Position, Investment Opportunity Set (IOS) and Signalling Effect as A Determinant of Leverage and Dividend Policy Simultaneity (An Empirical Study on Jakarta Stock Exchange)”. Simposium Nasional Akuntansi VII, Bali.

Puspitasasi, Novi dan Tatang Ary Gumanti. 2005. “Investment Opportunity Set, Resiko dan Kinerja Finansial Dalam Tahapan Siklus Kehidupan Perusahaan Publik di Indonesia Tahun 1999 – 2003”. Simposium Riset Ekonomi II, Surabaya.

Santoso, Singgih. 2001. *SPSS Versi 10*. Cetakan Pertama. Jakarta : PT Elex Media Komputindo.

_____. 2002. *SPSS Statistik Multivariat*. Cetakan Kedua. Jakarta : PT Elex Media Komputindo.

Sumodiningrat, Gunawan. 2002. *Ekonometrika Pengantar*. Edisi 2003/2004. Yogyakarta : Badan Penerbit Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta.