

TIJARA H

Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islami



Strategi Mengatasi Biaya Hidup Masyarakat Miskin
Studi Kasus Pelaksanaan Program Bantuan Dana Bergulir
di Kota Medan
Muhammad Asaad

Proposed Industrial Model For Indonesia From Theoretical Perspectives
Anita Maharani

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peranan Auditor Inspektorat dalam
Pengawasan Keuangan Daerah
Erlina

Pengaruh Faktor Fundamental dan Teknikal
Terhadap Harga Saham Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta
Annio Indah Lestari N

Analisa Faktor-Faktor Yang Berpengaruh
Terhadap Kecendrungan-Kecendrungan Akuntansi
Sri Muliayani

Pemanfaatan Limbah Pematangan Hewan yang Berkelanjutan
Nurzainah Ginting

Analisa Risiko Pada Perusahaan Bertumbuhan dan Tidak Bertumbuhan
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa
Efek Indonesia)
Erni Marwati dan Inon Listyorini

TIJARA H (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islami)

Volume 1

Nomor 3

Hlm 406 - 511

Medan, Januari 2010

ISSN 1979 - 0325



Diterbitkan Oleh :

Pusat Penelitian Ekonomi dan Masyarakat (PPEM)

Fakultas Ekonomi

Universitas Islam Sumatera Utara

Kampus VI . Al-Manar Jl. Karya Bakti No. 34 Titi kuning - Medan Johor

Fax. 061. 7868983 Medan 20143 E-mail : admin.fe.@uisu.ac.id (zulkarnain_2008@yahoo.com)

TIJARAH

Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islami

Penanggung Jawab

Dekan Fakultas Ekonomi UISU

Editor Ahli

Hasbalah Thaib, H. Prof. Dr. MA (UISU Medan)
Usman, H. SE., M.Si (UISU Medan)
Mhd. Asa'ad, H. Dr. MS., Ir (UISU Medan)
Syaad Afifuddin., Prof. H. Dr., M.Ec (UISU Medan)
Syofyan Safri Harahap, Prof. Dr., Phd (Trisakti Jakarta)
Syafaruddin Alwi, H. Drs., MS (UII Jogjakarta)

Pemimpin Umum

H.M. Ardyan Tarigan, Drs., MM.

Pemimpin Redaksi

T. Ahmad Helmi, SE., M.Si

Sekretaris Redaksi

Zulkarnain, S.Ag.MM

Dewan Redaksi

H.Misri., M.Si SE.
Syofyan.,M.Si SE
Safrida, M.Si.,SE.
Bakhtiar, M.Si.,SE.
Nur Muhammad Ridh.,MM SE.
M. Rizal Hasibuan, M.Si.,SE.
Sri Gustina Pane, SE.,M.Si
Nilawati Nasti, Hj.,MM SE.
Enny Trisna., MM., SE.
Safria Andi, H.,MA S.Ag.

Tata Usaha

Fauzi Djamaan, MM SE,
Supriadi, SE.
Trikartika Yudha, MM SE.
Syafrizal, MM SE.
Ismail Nasution, SE.



Jurnal Tjara (Ekonomi dan Bisnis Islami) diterbitkan oleh Pusat Penelitian Ekonomi dan Masyarakat Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sumatera Utara, terbit dua kali setahun, Januari, Juli. Redaksi menerima tulisan berupa artikel, hasil penelitian yang berkaitan perkembangan ekonomi dan bisnis islami. Ketentuan penulisan dapat dilihat di halaman belakang jurnal Tjara. Dikirimkan ke alamat redaksi : **Kampus Jl. Karya Bakti No. 34 Titi Kuning - Medan Johor, Telp/Fax. (061) 7868983**

TIJARAH
Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islami

Daftar Isi

- ✂ Strategi Mengatasi Biaya Hidup Masyarakat Miskinstudi Kasus Pelaksanaan Program Bantuan Dana Bergulir di Kota Medan
Muhammad Asaad, 406-413
- ✂ Proposed Industrial Relations Model For Indonesia : From Theoretical Perspectives
Anita Maharani, 414-422
- ✂ Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peran Auditor Inspektorat Dalam Pengawasan Keuangan Daerah
Erlina, 425-438
- ✂ Pengaruh Faktor Fundamental Dan Teknikal Terhadap Harga Saham Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta
Annio Indah Lestari N, 439-448
- ✂ Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kecenderungan Kecurangan Akuntansi
Sri Mulyani, 449-468
- ✂ Pemanfaatan Limbah Pemotongan Hewan yang Berkelanjutan
Nurzainah Ginting, 469-491
- ✂ Analisa Risiko Pada Perusahaan Bertumbuhan dan Tidak Bertumbuhan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)
Erni Marwati dan Inon Listyorini, 492-511

**ANALISIS RISIKO PADA PERUSAHAAN BERTUMBUH DAN
TIDAK BERTUMBUH**

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia)**

Erni Marwati dan Inon Listyorini

Dosen Fakultas Ekonomi
Universitas Teknologi Yogyakarta

Abstrak

Risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan tingkat keuntungan yang diperoleh menyimpang dari tingkat keuntungan yang diharapkan. Memang tidak semua pihak merumuskan risiko dalam artian ini. Misalnya ada yang mengukur risiko sebagai probabilitas menderita kerugian. Tetapi dalam teori portofolio, risiko dinyatakan sebagai kemungkinan keuntungan yang diharapkan, karena itu risiko mempunyai dua dimensi, yaitu menyimpang lebih besar maupun lebih kecil dari yang diharapkan (Husnan, 2005). Risiko investasi dapat berupa kerugian penurunan kurs saham dan kurs obligasi, gagal menerima dividen tunai dan kupon obligasi, gagal menerima kembali pokok obligasi karena emiten dinyatakan pailit dan gagal menerima kembali modal karena emiten saham dinyatakan pailit atau sahamnya tidak laku dijual.

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan 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. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi. Menurut Saputro dan Setiawati (2004), tingkat pertumbuhan yang tinggi dan pesat yang ditandai dengan tingginya tingkat set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*). Proksi IOS dinyatakan sebagai proksi yang valid sebagai dasar untuk mengklasifikasikan perusahaan sebagai kategori perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh karena IOS memiliki hubungan dengan berbagai variabel pertumbuhan perusahaan (Rokhayati, 2005). Norpratiwi (2007) mengatakan bahwa pilihan bertumbuh bagi perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi. Karena sifat IOS yang tidak dapat diobservasi, maka diperlukan proksi untuk IOS. Rasio yang digunakan sebagai proksi IOS untuk mengklasifikasikan menjadi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh hanya terbatas pada *Market to Book Value of Aset Ratio*, *Market to Book Value of Equity Ratio*, *Price to Earning Ratio*, dan *Book Value of Gross Property, Plant and Equipment*.

Kata Kunci : Analisis Resiko, Perusahaan Bertumbuh Dan Tidak Bertumbuh

Risiko ini merupakan risiko yang bisa dihilangkan (diminimalisir) dengan cara mendiversifikasi investasi pada suatu portofolio. Hal ini terkait dengan perubahan-perubahan yang terjadi pada kondisi perusahaan. Risiko ini hanya berdampak terhadap suatu saham atau sektor tertentu.

Pengertian IOS sebagai Pengukur Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh

Perusahaan bertumbuh merupakan perusahaan yang pertumbuhan pendapatannya lebih tinggi dari pertumbuhan beberapa tahun sebelumnya dan pertumbuhan tersebut diharapkan berlangsung mencapai pertumbuhan laba yang tinggi (Manurung, 2008). Perusahaan bertumbuh memiliki pertumbuhan laba dan penjualan yang tinggi (Pane, 2008). Perusahaan bertumbuh juga memperlihatkan kemampuan manajemen perusahaan dan kesempatan investasi dari perusahaan dalam sebuah proyek yang menghasilkan tingkat pengembalian (*rate of return*) lebih besar dari tingkat pengembalian yang diharapkan (*hurdle rate*). Sedangkan perusahaan tidak bertumbuh merupakan perusahaan yang menekankan persaingannya menurut persepsi konsumen, produk yang stabil, dan mempertahankan pangsa pasar yang telah dicapai.

Untuk dapat menggolongkan apakah suatu perusahaan masuk dalam kategori perusahaan bertumbuh ataukah tidak bertumbuh, maka proksi yang paling valid digunakan adalah *Investment Opportunity Set* (IOS). Proksi IOS dinyatakan sebagai proksi yang valid sebagai dasar untuk mengklasifikasikan perusahaan karena IOS memiliki hubungan dengan berbagai variabel kebijaksanaan perusahaan. Nilai IOS dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis *growth* yang mengimplikasikan nilai aktiva yaitu berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas dan nilai kesempatan untuk bertumbuh bagi perusahaan di masa depan. Munculnya istilah set kesempatan investasi (IOS) memandang nilai suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) pada masa depan. Norpratiwi (2007), menyatakan bahwa peluang-peluang pertumbuhan bukan semata-mata diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan yang berlebihan untuk melaksanakan proyek baru. Kemampuan yang berlebihan ini bersifat tidak dapat diamati (*unobservable*).

Proksi IOS dalam Penelitian

Proksi IOS yang dipilih dalam penelitian ini adalah proksi IOS yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan. Proksi IOS tersebut meliputi:

a. Rasio *Market to Book Value of Asset* (MKTBKASS)

Proksi IOS ini telah digunakan dalam penelitian Trombley (2000), Wibowo dan Oentoro (2003), Rokhayati (2005), Norpratiwi (2007), Setiarini (2006), Adam dan Goyal (2007), yang membuktikan kalau rasio ini merupakan rasio yang paling baik untuk mengetahui tingkat pertumbuhan perusahaan. Sedangkan berdasarkan penelitian Setiarini (2006), rasio MKTBKASS berkorelasi positif terhadap *abnormal return* perusahaan bertumbuh dan berkorelasi negatif dengan *abnormal return* perusahaan tidak bertumbuh. MKTBKASS adalah rasio nilai pasar aktiva terhadap nilai bukunya. Dengan kata lain, rasio ini merupakan rasio nilai pasiva dan saham istimewa dalam pembukuan ditambah nilai pasar saham biasa terhadap nilai aset total pembukuan. Rasio ini merupakan proksi IOS

berdasarkan harga. Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya aset yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Bagi para investor, proksi ini menjadi bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. Indikator adanya perusahaan yang bertumbuh dan tidak bertumbuh merupakan informasi yang dapat digunakan investor untuk memperoleh *abnormal return*. Semakin tinggi MKTBKASS dan semakin besar aset yang digunakan perusahaan dari usahanya, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh, sehingga harga sahamnya pun akan naik.

b. Rasio *Market to Book Value Equity* (MKTBKEQ)

Proksi ini sesuai dengan penelitian Wibowo dan Oentoro (2003), Budiarsa (2004), Rokhayati (2005), dan Norpratiwi (2007), yang membuktikan bahwa rasio MKTBKEQ berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan perusahaan. Sedangkan menurut Setiarini (2006), rasio ini berkorelasi positif dengan *abnormal return* pada perusahaan bertumbuh dan berkorelasi negatif dengan *abnormal return* perusahaan tidak bertumbuh. MKTBKEQ merupakan rasio nilai pasar saham biasa terhadap nilai bukunya. Proksi ini menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Bagi para investor yang akan melakukan pembelian saham perusahaan, penilaian terhadap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dan mengelola modal merupakan suatu hal yang penting. Apabila suatu perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik dalam menjalankan usaha, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh, sehingga harga sahamnya diperkirakan akan meningkat.

c. Rasio *Price to Earnings* (PER)

Proksi ini digunakan dalam penelitian Rokhayati (2005) yang membuktikan kalau PER berkorelasi positif dengan pertumbuhan perusahaan. Sebaliknya, Wibowo dan Oentoro (2003) justru menilai kalau rasio ini berkorelasi negatif dengan pertumbuhan perusahaan. PER menunjukkan rasio harga saham terhadap *earning*, yang menunjukkan berapa besar investor menilai harga saham terhadap kelipatan *earning*.

d. Rasio *Book Value of Gross Property, Plant, & Equipment to the Book Value of Assets* (PPE/BVA)

Rasio ini telah terbukti mempunyai korelasi positif terhadap pertumbuhan perusahaan (Rokhayati, 2005 dan Setiarini, 2006). Sedangkan Wibowo dan Oentoro (2003) justru membuktikan kalau rasio ini tidak berkorelasi dengan pertumbuhan perusahaan. Penggunaan rasio ini dapat menunjukkan indikasi adanya investasi tetap yang produktif. Rasio ini menunjukkan investasi masa lalu pada PPE yang ditunjukkan sebagai *assets in place*. Komposisi PPE atau aktiva tetap yang besar pada struktur aktiva dapat menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan karena aktiva tetap bersifat produktif. PPE/BVA menunjukkan investasi aktiva tetap yang produktif, komposisi PPE yang besar pada struktur aktiva dapat menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan dimasa depan, karena PPE bersifat produktif.

Tinjauan Literatur dan Hipotesis

Di satu sisi, investor yang berinvestasi pada perusahaan bertumbuh akan mendapatkan *return* realisasi yang lebih besar daripada berinvestasi pada perusahaan yang tidak bertumbuh. Hal ini disebabkan karena pada perusahaan yang

tidak bertumbuh aliran laba, arus kas masa depan, maupun pertumbuhan penjualannya cenderung lebih kecil dari perusahaan bertumbuh. Dengan kata lain, berinvestasi pada perusahaan yang tidak bertumbuh lebih berisiko daripada berinvestasi pada perusahaan bertumbuh. Tingkat risiko yang merupakan selisih antara *return* realisasi dan *return* ekspektasi ini disebut juga dengan *abnormal return*. Tetapi di sisi lain, belum tentu perusahaan berinvestasi di perusahaan bertumbuh risiko yang dihadapi lebih kecil bila dibanding berinvestasi pada perusahaan yang tidak bertumbuh. Hal ini disebabkan karena kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan pendanaan dan dividen yang dibuat (Rokhayati, 2005). Perusahaan bertumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi risiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang. Menurut Manurung (2008), risiko saham bertumbuh lebih tinggi daripada saham-saham yang biasa dikarenakan PER yang tinggi dan pembayaran dividen yang kecil kepada pemegang saham, karena laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan, sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi. Semakin besar suatu perusahaan menggunakan laba yang ditahan untuk melakukan ekspansi, maka harga saham perusahaan tersebut cenderung mengalami kenaikan. Di mata investor, berinvestasi di perusahaan bertumbuh dengan harga yang semakin naik, mereka berharap akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Akan tetapi, harga saham yang naik ini kadang mengecoh investor. Menurut Syahyunan (2005), harga saham selalu akan berfluktuasi naik dan turun. Hal yang pasti adalah naik dan turunnya harga ada batasnya (batas atas dan batas bawah). Jika pada periode tertentu harga saham naik, maka situasi ini akan mendorong para pemegang saham untuk beramai-ramai menjual sahamnya. Akibatnya terjadi *over supply* yang mengakibatkan *downward pressure* dan harga akan terus turun. Penurunan harga inilah yang mengakibatkan ketidakpastian *return* yang diterima investor. Jadi berinvestasi pada perusahaan bertumbuh lebih berisiko bila dibanding berinvestasi pada perusahaan tidak bertumbuh. Manurung (2008) juga membuktikan bahwa risiko saham perusahaan bertumbuh lebih tinggi dari saham-saham yang biasa dikarenakan PER (perbandingan antara harga beli saham dan pendapatan dari saham) yang tinggi dan pembayaran dividen yang kecil kepada pemegang saham.

Selain itu, apabila dilihat dari siklus hidup suatu produk, pada umumnya, masa kehidupan produk dibedakan dalam 5 tahapan yaitu masa pengembangan produk, pengenalan (*introductory/embryonic stage*), pertumbuhan (*growth*), kedewasaan (*mature*), dan penurunan (*declining*) (Kotler dan Armstrong, 2008). Diantara keempat fase tersebut, fase pertumbuhan merupakan fase terpenting yang dapat menentukan panjang pendeknya siklus hidup produk. Menurut Cohen (2008), pada saat industri bertumbuh ditandai dengan tingginya persaingan, serta kesempatan untuk melakukan ekspansi untuk penguasaan pasar. Perusahaan bertumbuh yang cenderung lebih kuat dalam menguasai pasar dengan tingkat *market share* yang lebih besar tetapi tidak mampu untuk mempertahankan siklus hidup produknya lebih membahayakan dibandingkan perusahaan yang memiliki tingkat *market share* kecil tetapi berusaha meningkatkan *product value* dimata konsumen. Dengan demikian, berinvestasi pada perusahaan bertumbuh menghadapi risiko yang lebih besar daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

Jika dilihat dari dua sisi yang berbeda tersebut, maka belum ada kepastian manakah diantara perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh yang memiliki

tingkat risiko lebih besar. Merujuk pada telaah literatur di atas, maka perbedaan risiko sebagai implikasi dari penanaman investasi pada perusahaan bertumbuh dibanding perusahaan tidak bertumbuh, akan diuji dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H0 : Tidak terdapat perbedaan tingkat risiko antara perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh.

METODOLOGI PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tanggal 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007. Sedangkan perusahaan yang menjadi sampel merupakan jenis perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria dalam teknik pengambilan sampel.

2. Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan pengambilan sampel secara *purposive judgement sampling* yaitu sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan. Kriteria tersebut antara lain:

- Terdaftar pada tanggal 1 Januari 2004 – 31 Desember 2007.
- Mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara konsisten dari tahun 2004 sampai tahun 2007.
- Perusahaan menggunakan periode laporan keuangan per 31 Desember.
- Memiliki data-data laporan keuangan dan harga saham yang lengkap.
- Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif, karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna.

3. Definisi Operasional Variabel

Variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah:

a. Variabel *Return* Realisasi

Merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh dari investasi. *Return* saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

dimana: $R_{i,t}$ = *return* saham

P_t = narga saham periode t

P_{t-1} = harga saham periode t-1

b. Variabel *Return* Ekspektasi

Merupakan *return* yang harus diestimasi. Rumus yang digunakan adalah dengan menggunakan model estimasi *mean adjusted model* menurut Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (1998).

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=1}^{12} R_{i,j}}{T}$$

dimana: $E[R_{i,t}]$ = return ekspektasi sekuritas ke i pada period eke-t

$R_{i,t}$ = return realisasi sekuritas ke i pada periode estimasi
 T = lamanya periode estimasi

c. Variabel *Abnormal Return*

Abnormal return merupakan selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi, yang dihitung dengan rumus:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

dimana : $RTN_{i,t}$ = *Abnormal Return*
 $R_{i,t}$ = *Return realisasi*
 $E[R_{i,t}]$ = *Return Ekspektasi*

d. Variabel *Variance Abnormal Return*

Variance abnormal return merupakan kuadrat dari *abnormal return*. Rumus untuk menghitung *variance abnormal return* ini ialah:

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^N [(R_{i,t} - E(R_i))]^2$$

dimana: σ_i^2 = *Variance Abnormal Return*
 $R_{i,t}$ = *Return Realisasi*
 $E[R_{i,t}]$ = *Return Ekspektasi*

e. Variabel Proksi *Investment Opportunity Set (IOS)* sebagai pengukur perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh

1) *Market to Book Value of Asset Ratio (MKTBKASS)*

Market to Book Value of Asset Ratio dapat dihitung dengan rumus:

$$MKTBKASS = \frac{\text{Asset} - \text{Total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{Total Asset}}$$

2) *Market to Book Value of Equity Ratio (MKTBKEQ)*

Market to Book Value of Equity Ratio dapat dihitung dengan rumus:

$$MKTBKEQ = \frac{\text{Jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3) *Rasio Price to Earning (PER)*

Rasio Price to Earning (PER) dapat dihitung dengan rumus:

$$PER = \frac{\text{Closing Price}}{EPS}$$

4) *Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment / Book Value of Assets (PPE/BVA)*

$$PPE / BVA = \frac{\text{Property, Plant and Equipment}}{\text{Total Asset}}$$

3. Pengujian Normalitas Data

Uji normalitas sangat penting untuk kepentingan analisis statistik, karena kaidah statistik apakah terdapat data dengan distribusi atau kurva normal. Dengan kata lain tiap nilai observasi dibandingkan dengan nilai harapan/hipotetik dari distribusi normal. Uji normalitas menggunakan Kosmogorov-Smirnov yaitu uji normalitas secara parametrik. Syarat suatu data berdistribusi normal, ialah apabila normal nilai $p > 0,05$

4. Metode Analisis

Tahap-tahap yang dilakukan dalam analisis data meliputi:

- a. Mengklasifikasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menghitung proksi IOS sebagai pengukurnya.
- b. Seluruh sampel yang dipilih kemudian diseleksi berdasarkan nilai IOS dalam kelompok perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menggunakan analisis faktor (*common factor analysis*). Jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor-faktor yang nilai *eigenvalue*-nya sama dengan atau melebihi *total communalities* dari semua variabel yang digunakan. Indeks tersebut selanjutnya dijumlah dan diperingkat dari yang terendah ke nilai tertinggi. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan bertumbuh, sebaliknya 40% indeks terendah merupakan klasifikasi perusahaan tidak bertumbuh. Sampel yang indeks faktornya berada di tengah, yaitu sebanyak 20% dihilangkan karena dianggap kurang *ekstrem* untuk membedakan klasifikasi perusahaan.
- c. Setelah dilakukan penggolongan kedalam jenis perusahaan tersebut, langkah selanjutnya ialah melakukan pengujian statistik deskriptif dan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas data.
- d. Berdasarkan 2 klasifikasi tersebut, kemudian dilakukan pengujian hipotesis untuk masing-masing perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan langkah-langkah:

1) Menghitung *Return Realisasi*

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

dimana: $R_{i,t}$ = *return* saham
 P_t = harga saham periode t
 P_{t-1} = harga saham periode t-1

2) Menghitung *Return Ekspektasi*

Return Ekspektasi dapat dihitung dengan rumus:

$$E [R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=1}^{t-1} R_{i,j}}{T}$$

dimana : $RTN_{i,t}$ = *Abnormal Return*
 $R_{i,t}$ = *Return Realisasi*
 $E [R_{i,t}]$ = *Return Ekspektasi*

3) Menghitung *Abnormal Return*

Abnormal return dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

dimana : $RTN_{i,t}$ = *Abnormal Return*
 $R_{i,t}$ = *Return Realisasi*
 $E [R_{i,t}]$ = *Return Ekspektasi*

4) Menghitung *Variance Abnormal Return*

Rumus untuk menghitung *variance abnormal return* ini ialah:

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^N [(R_{i,t} - E(R_i))]^2$$

dimana: σ_i^2 = *Variance Abnormal Return*

$R_{i,t}$ = *Return Realisasi*

$E [R_{i,t}]$ = *Return Ekspektasi*

- e. Setelah diketahui *variance abnormal return* kedua jenis perusahaan, maka dilakukan pengujian beda rata-rata antar kedua jenis perusahaan untuk menguji apakah tidak ada perbedaan antara *variance abnormal return* perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji signifikansi t. Prosedur pengujian ini dengan menggunakan program SPSS 16.0

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, sampel memenuhi kriteria sebanyak 59 perusahaan. Selanjutnya seluruh sampel diklasifikasi lebih lanjut kedalam kelompok perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menggunakan analisis faktor, yaitu dengan menjumlahkan indeks faktor. *Indeks factor* adalah variabel representatif dari IOS setelah diekstraksi dengan *common factor analysis*. *Common factor analysis* adalah model faktor dimana faktor-faktor didasarkan pada suatu pengurangan matrik korelasi. *Communalities* merupakan jumlah varian variabel-variabel asli yang terbagi ke semua variabel yang termasuk dalam analisis. Empat puluh persen tertinggi merupakan kelompok perusahaan bertumbuh, sedangkan dua puluh persen di tengah dihilangkan. Jadi, setelah melalui proses ini, sampel akhir yang digunakan sebanyak 48 perusahaan.

Tabel 1
 Hasil Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah perusahaan manufaktur sampai dengan akhir 2007	143
Emiten yang memiliki laba dan total ekuitas negatif	(63)
Emiten yang tidak memiliki kelengkapan data	(21)
Jumlah sampel yang memenuhi syarat	59
Emiten yang masuk perusahaan kategori perusahaan bertumbuh	24
Emiten yang masuk kategori perusahaan tidak bertumbuh	24
Total Seluruh Sampel	48

Sumber : *Fact Book, Indonesian Capital Market Directory, website idx* dan data sekunder, diolah

Analisis Data dan Pembahasan

1. Mengklasifikasikan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menghitung proksi IOS sebagai pengukurannya.

Tabel 2

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MKTBKASS	236	-,2909823	872,0831	7,03131741	60,60021714
MKTBKEQ	236	,0767612	1095,681	7,40233588	71,68870421
PER	236	,8236560	287500,0	3542,59427	26972,23777
PPE_BVA	236	,0407949	23,25182	,562993965	1,5297219044
Valid N (listwise)	236				

2. Seluruh sampel yang dipilih kemudian diseleksi berdasarkan nilai IOS dalam kelompok perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menggunakan analisis faktor (*common factor analysis*).

Tabel 3

Common Factor Analysis untuk 59 Sampel

A. Communalities 4 Nilai IOS				
IOS	MKTBKASS	MKTBKEQ	PER	PPE/BVA
Communalities	0,941	0,972	0,631	0,905
B. Eigenvalues untuk Pengurangan Matrik Korelasi				
Faktor	MKTBKASS	MKTBKEQ	PER	PPE/BVA
Eigenvalues	2,421	1,029	0,532	0,018
C. Korelasi antar Faktor dengan IOS				
Faktor/IOS	MKTBKASS	MKTBKEQ	PER	PPE/BVA
1	0,913	0,042	0,785	0,980
2	0,327	0,985	-0,121	0,053

Tabel diatas menunjukkan hasil *common factor analysis* terhadap empat proksi pertumbuhan perusahaan.. Dari hasil tersebut terdapat nilai *communalities* IOS individual. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah keempat nilai *communalities* tersebut adalah 3,449, artinya untuk mencapai nilai tersebut dibutuhkan dua faktor yang mempunyai nilai *eigenvalue* diatas satu, yaitu faktor pertama 2,421 dan faktor kedua 1,029. Jadi dalam kasus ini, dua faktor dibutuhkan untuk menjelaskan hubungan timbal balik antar proksi IOS. Faktor pertama berhubungan dengan nilai pasar aset, PER dan PPE/BVA dengan *loading* masing-masing 0,913; 0,785 dan 0,980. Faktor kedua berhubungan dengan nilai buku ekuitas dengan *loading* sebesar 0,985. Penentuan perusahaan dalam kelompok bertumbuh dan tidak bertumbuh didasarkan pada penjumlahan indek kedua faktor tersebut. Dari hasil penjumlahan ini kemudian diperingkat mulai dari yang terbesar sampai yang terkecil.

3. Setelah dilakukan penggolongan kedalam jenis perusahaan tersebut, langkah selanjutnya ialah melakukan pengujian statistik deskriptif dan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas data.

Tabel 4
Statistik Deskriptif Variabel dan Hasil Pengujian Normalitas Data

Variabel	N	Mini- mum	Maksi- mum	Rata- rata	Std. Dev	Uji Kolmogorov	
						Stat	Sig.
Bertumbuh							
MKTBKASS	24	0,597	229,45	20,752	64,293	2,416	0,000
MKTBKEQ	24	0,220	14,912	3,480	4,340	1,452	0,029
PER	24	4,572	68977	5881	19411	2,439	0,000
PPE/BVA	24	0,187	6,243	0,9777	1,630	1,966	0,001
Tdk.Bertumbuh							
MKTBKASS	24	0,667	96,930	5,117	19,559	2,540	0,000
MKTBKEQ	24	0,353	306,68	13,999	62,347	2,582	0,000
PER	24	4,151	365,32	42,498	84,007	1,826	0,003
PPE/BVA	24	0,105	0,799	0,411	0,184	0,488	0,988
Total							
MKTBKASS	48	0,598	229,45	12,934	47,67	3,356	0,000
MKTBKEQ	48	0,220	306,69	8,739	44,042	3,149	0,000
PER	48	4,152	68977	2962,1	13916	3,497	0,000
PPE/BVA	48	0,105	6,243	0,694	1,183	2,546	0,000

4. Menghitung *Return Realisasi* Masing-Masing Perusahaan

Tabel 5
Perhitungan *Return Realisasi*

Tanggal	AISA	AKPI	ALMI	AQUA
1-Jan-04	-	-	-	-
2-Jan-04	0	-0.28571	0.023256	0
5-Jan-04	-0.02222	0.55	-0.15909	0
6-Jan-04	0	-0.35484	0.081081	0
7-Jan-04	-0.04545	0.35	0	0
8-Jan-04	0.02381	-0.07407	0.1	0.036876
9-Jan-04	-0.02326	0.04	0.090909	0.004184
12-Jan-04	0	-0.07692	0.166667	0.010417
13-Jan-04	0	0.166667	0.339286	-0.01443
14-Jan-04	0	0.071429	0.293333	0
Dan seterusnya sampai 31 Desember 2007				

5. Menghitung *Return* Ekspektasi

Tabel 6
Perhitungan *Return* Ekspektasi

Perusahaan Bertumbuh			Perusahaan Tidak Bertumbuh		
No	Kode	Return Realisasi	No	Kode	Return Realisasi
1	AISA	0.011771899	1	ASGR	0.001257234
2	AKPI	0.016305247	2	BUDI	0.001825171
3	ALMI	0.005509428	3	DOID	0.003968256
4	AQUA	0.003484588	4	DUTI	0.002485097
5	ARNA	0.006994899	5	FASW	0.001503872
6	BRAM	0.011959355	6	GGRM	-0.000337265
7	BTON	0.020143777	7	GJTL	0.000318392
8	CTBN	0.003843742	8	IGAR	0.000604774
9	DLTA	0.003954967	9	IKBI	0.010624236
10	DVLA	0.001995997	10	INAF	0.001017931
11	HEXA	0.002608448	11	INTA	0.002308873
12	INDF	0.001489913	12	KLBF	0.001642873
13	INDR	0.000881613	13	LMSH	0.01289043
14	INTP	0.001717397	14	MLPL	-0.000156986
15	LION	0.007360823	15	MRAT	0.000218152
16	MLBI	0.001643679	16	MTDL	0.002085787
17	MYOR	0.001073924	17	PYFA	0.001954452
18	RDTX	0.003434626	18	RICY	0.003887608
19	SQBI	0.003627891	19	SMSM	0.002167881
20	TBLA	0.002157342	20	STTP	0.001798879
21	TURI	0.003058496	21	TCID	0.001519517
22	ULTJ	0.003164892	22	TIRT	0.001502836
23	UNTR	0.002541563	23	TOTO	0.002091399
24	UNVR	0.000723753	24	TRST	0.000052

6. Menghitung *Abnormal Return*

Tabel 4.7
Hasil Perhitungan *Abnormal Return*

Tanggal	AISA	AKPI	ALMI	AQUA
1-Jan-04	-	-	-	-
2-Jan-04	-0.01177	-0.30201953	0.01774639	-0.003484588
5-Jan-04	-0.03399	0.53369475	-0.16460034	-0.003484588
6-Jan-04	-0.01177	-0.37114396	0.07557165	-0.003484588
7-Jan-04	-0.05723	0.33369475	-0.00550943	-0.003484588
8-Jan-04	0.012038	-0.09037932	0.09449057	0.033391768
9-Jan-04	-0.03503	0.02369475	0.08539966	0.000699512
12-Jan-04	-0.01177	-0.09322832	0.16115724	0.006932079
13-Jan-04	-0.01177	0.15036142	0.33377629	-0.017917578
14-Jan-04	-0.01177	0.05512332	0.2878239	-0.003484588

Dan seterusnya sampai 31 Desember 2007

7. Menghitung *Variance Abnormal Return*

Variance abnormal return ini merupakan nilai kuadrat dari *abnormal return*. Seluruh perhitungan *variance abnormal return* ini tersaji dalam lampiran 7. Sebagai contoh, pada tabel 4.9 berikut ini disajikan hasil perhitungan *variance abnormal return* untuk 4 perusahaan.

Tabel 4.9
Perhitungan *Variance Abnormal Return*

Tanggal	AISA	AKPI	ALMI	AQUA
1-Jan-04	-	-	-	-
2-Jan-04	0.000139	0.0912158	0.0003149	1.21E-05
5-Jan-04	0.001156	0.28483009	0.0270933	1.21E-05
6-Jan-04	0.000139	0.13774784	0.0057111	1.21E-05
7-Jan-04	0.003275	0.11135219	3.035E-05	1.21E-05
8-Jan-04	0.000145	0.00816842	0.0089285	0.001115
9-Jan-04	0.001227	0.00056144	0.0072931	4.89E-07
12-Jan-04	0.000139	0.00869152	0.0259717	4.81E-05
13-Jan-04	0.000139	0.02260856	0.1114066	0.000321
14-Jan-04	0.000139	0.00303858	0.0828426	1.21E-05
Dan seterusnya sampai 31 Desember 2007				

B. Pengujian Hipotesis

Tabel 4.10
Hasil Uji t *Variance Abnormal Return*

Group Statistics

Kategori	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Varian TIDAK BERTUMBUH	25008	.003746846	.0210604709	.000133177
BERTUMBUH	25008	.008388450	.0399864446	.000252856

Independent Samples Test

		Varian	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variances	F	862.451	
	Sig.	.000	
t-test for Equality of Means	t	-16.242	-16.242
	df	50014	37889.665
	Sig. (2-tailed)	.000	.000
	Mean Difference	-.0046416041	-.0046416041
	Std. Error Difference	.0002857835	.0002857835
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower	Upper
		-.0052017429	-.0052017472
		-.0040814653	-.0040814609

Dari output di atas, pada bagian Levene's Test terlihat bahwa F hitung dengan *equal variance assumed* (diasumsi kedua varians sama atau menggunakan *pooled variance t test*) adalah 862,451 dengan probabilitas 0,000. Oleh karena probabilitas < 0,05, berarti kedua *variance* benar-benar berbeda. Perbedaan yang nyata dari kedua *variance* membuat penggunaan varians untuk membandingkan *variance*

abnormal dengan *t* test sebaiknya menggunakan dasar *equal variance not assumed* (diasumsi kedua varians tidak sama). Terlihat bahwa *t* hitung dengan *equal variance not assumed* (diasumsi kedua varians tidak sama atau menggunakan *separate variance test*) adalah -16.242 dengan probabilitas 0,000. Oleh karena probabilitas $< 0,05$, maka H_0 tidak terdukung. Dengan kata lain, *variance abnormal return* perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh benar-benar berbeda. Untuk dapat mengetahui manakah diantara kedua jenis perusahaan itu yang *variance abnormal return*-nya lebih besar, maka kita dapat melihat *output group statistiknya*. Ternyata *mean variance abnormal return* perusahaan bertumbuh sebesar 0,008388450, dimana angka *mean* ini lebih besar dibanding *mean variance abnormal return* perusahaan tidak bertumbuh yang hanya sebesar 0,003746846. Hal ini berarti perusahaan bertumbuh lebih berisiko dibanding perusahaan tidak bertumbuh.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan serta pengujian-pengujian yang telah dilakukan terhadap *variance abnormal return* perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan menggunakan harga saham harian periode 1 Januari 2004 – 31 Desember 2007, maka kesimpulan yang dapat ditarik adalah terdapat perbedaan antara *variance abnormal return* perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Hal ini dapat ditunjukkan bahwa *t* hitung dengan *Equal Variance not Assumed* (diasumsi kedua varians tidak sama atau menggunakan *separate variance test*) adalah -16.242 dengan probabilitas 0.000. Oleh karena probabilitas $< 0,05$, maka H_0 tidak terdukung. Dengan kata lain, *variance abnormal return* perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh benar-benar berbeda. Untuk dapat mengetahui manakah diantara kedua jenis perusahaan itu yang *variance abnormal return*-nya lebih besar, maka kita dapat melihat *output group statistiknya*. Ternyata *mean varian abnormal return* perusahaan bertumbuh sebesar 0,008388450, dimana angka *mean* ini lebih besar dibanding *mean varian abnormal return* perusahaan tidak bertumbuh yang hanya sebesar 0,003746846. Hal ini berarti perusahaan bertumbuh lebih berisiko dibanding perusahaan tidak bertumbuh. Kesimpulan ini mendukung adanya teori bahwa *return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, yaitu semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar pula *return* yang dikompensasikan. (Hartono, 2003). Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung pernyataan Manurung (2008), yang membuktikan bahwa risiko saham perusahaan bertumbuh lebih tinggi dari saham-saham yang biasa dikarenakan PER (perbandingan antara harga beli saham dan pendapatan dari saham) yang tinggi dan pembayaran dividen yang kecil kepada pemegang saham.

Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan, diantaranya ialah:

1. Sampel yang digunakan hanya terbatas pada perusahaan manufaktur. Keterbatasan ini mengakibatkan kurangnya generalisasi hasil penelitian.
2. Sampel yang terpilih dalam penelitian ini relatif kecil serta pengukuran risiko yang hanya mendasarkan pada *variance abnormal return* saja. Hal ini kemungkinan membuat *power of test*-nya kecil.

3. Variabel yang digunakan sebagai indikator hanya empat variabel, sehingga dapat membuat kelemahan dalam mengidentifikasi perusahaan berkategori berumbuh dan tidak bertumbuh.
4. Tidak mempertimbangkan adanya faktor-faktor yang mempengaruhi naik turunnya harga saham, misalnya pembagian dividen, pengaruh inflasi maupun dampak krisis global.

Saran

- a. Penelitian berikutnya dapat memperbesar sampel penelitian dengan tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur saja dan menggunakan perbandingan proksi pengukuran risiko yang lain, maupun membandingkan antar proksi agar generalisasi dan *power of test*-nya bisa lebih kuat.
- b. Pada penelitian berikutnya dapat dikembangkan model dengan memasukkan variable proksi IOS yang belum digunakan dalam penelitian ini, seperti rasio *R&D expense to firm value*, rasio *R&D expense to sales* maupun rasio yang lain, sebagai indikator penentuan strategi organisasional.
- c. Penelitian selanjutnya dapat juga menggabungkan dengan variabel-variabel gabungan proksi IOS yang dibentuk dengan variabel instrumental dan skor faktor. Pengembangan model dapat dilakukan pada penelitian berikutnya dengan menggabungkan model-model ini menjadi satu model berbasis harga, investasi dan varian.
- d. Perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi naik turunnya harga saham, misalnya pembagian dividen, pengaruh inflasi maupun dampak krisis global.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tina dan Vihhan K. Coyal. 2007. The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables. *Working Paper Series* Germany: Humboldt University of Berlin & Hongkong University of Sains and Technology.
>http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=298084
- Andriyanto, Wahyu Ari. 2003. Analisis Fallacy of Diversification Across Time: Tinjauan terhadap Kisaran Keuntungan Individual Saham terhadap Penerapan Diversification Across Time. *Jurnal ANTISIPASI No. 1*. Yogyakarta: LPUSD
- Bodie, Zvi, Alex Kane & Alan J. Markus. 2003. *Investment*, New York : Mc. Graw-Hill/Irwin
- Budiarsi, Trinindita. 2004. Analisis Pengaruh Kebijakan Dividend an Free Cash Flow terhadap Tingkat Leverage Perusahaan dengan Moderat Set Kesempatan Investasi (IOS) dan Struktur Kepemilikan Perusahaan. *UNS DigitalLibrary*.
><http://www.perpustakaan.uns.ac.id/dglib/?next=390&Array>
- Cohen, Adams. 2008. *Strategy and Achieving Sustainability*.
><http://berman.wordpress.com/2008/07/25/strategy-and-achieving-sustainability/>
- Ellis, Charles D. 2006. *Strategic Ways of Investing*. Jakarta: PT Bhuana Ilmu Populer

- Hartono, Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas (ed. keempat)*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Iswahyuni, Yetti dan L. Suryanto. 2002. Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendaan , Deviden, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada BEJ dengan Pendekatan Asosiasi Proksi IOS, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Semarang:UNDIP
- Kotler, Philip dan Gary Armstrong. 2008. *Prinsip-prinsip Pemasaran (edisi 12)*. Jakarta: Erlangga
- Manurung, Adler Haymans. 2008. *Ke Mana Investasi? Kiat dan Panduan Investasi Keuangan*. Jakarta: Penerbit Buku Kompas
- Norpratiwi, Agustina M.V. 2007. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham pada saat Pelaporan Keuangan Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen Vol. XVIII No. 1* (April): 9-22
- Pane, Megawati. 2008. Teori Investasi. *Makalah*. Medan: Universitas Negeri Medan
- Rokhayati, Isnaeni. 2005. Analisis Hubungan Investment Opportunity Set dengan Relaisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal SMART Vol. 1 No. 2* (Januari): 41-60
- Saltian, Yoga. 2006. Analisis Perbandingan Risiko dan Tingkat Pengembalian Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional, *Skripsi*, Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Jakarta: Erlangga
- Santoso, Singgih. 2002. *Mengolah Data Statistik secara Profesional*, Jakarta: PT Elex Media Komputindo
- Saputro, Julianto Agung. 2003. Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol 6 No. 1*. Yogyakarta: STIE YKPN
- Saputro, Julianto Agung dan Lilis Setiawati. 2004. Kesempatan Bertumbuh dan Manajemen Laba: Uji Hipotesis Political Cost. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 7 No. 2* (Mei): 251-263

- Setiarini, Aprilia. 2006. Korelasi Investment Opportunity Set Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh terhadap Abnormal Return Perusahaan, *Skripsi*, Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia
- Syahyunan. 2005. *Beberapa Strategi Investasi di Bursa Efek Jakarta*, e-USU Repository. Sumatera: Universitas Sumatera Utara
- Trombley, Mark A. 2000. The Use of Investment Opportunity Set and Policy Variables as Surrogates for Analysts' Earnings Growth Expectations. *Working Paper Series*. United States: University of Arizona Eller College of Management. http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=55446
- Wibowo, Haryanto dan Iwan Setiawan Oentoro. 2003. Hubungan antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Kristen Petra. http://dewey.petra.ac.id/dgt_res_detail.php?mode=extended&knokat=466
- Widoatmodjo, Sawidji. 2008. *Cara Cepat Memulai Investasi Saham*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo
- Yusuf, Muhammad dan Erick Firdauz. 2005. Analisis Hubungan antara Berbagai Model Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis. *Jurnal Akuntansi dan Investasi Vol. 6 No. 2* (Juli): 187-203