

**PENGARUH KEUNGGULAN DAN KETERBATASAN PERUSAHAAN
TERHADAP KESEMPATAN BERTUMBUH PERUSAHAAN
(GROWTH OPPORTUNITIES)**

Rochiyati Murni N dan Windu Mulyasari

Abstract

This paper examined the relationship between the model growth opportunities rests on combining the firm advantages and limitations, and the investment opportunity sets. This research, particularly, extend the work of AlNajjar and Belkaoui (2001) for Indonesian conditions. I used financial institutions as the samples of my research. This research aimed to examined the growth opportunities of financial institutions. I interested in financial institutions because this sector in the last several year in very bad conditions. The conditions happened because of economic consequence also there is a merger between banks.

The firm advantages are used four variables such corporate reputation, multinational, size and profitability. Two variables are used as firm limitations such leverage and systematic risk. This research find evidence that profitability as firm advantages and leverage as firm limitation confirmed with the general model of growth opportunities. Nevertheless, the relationship between leverage and IOS are directly related, where this relation are not consistent with the theory.

Keywords: *firm advantages, firm limitations, and investment opportunity sets*

Pendahuluan

Memenangkan kompetisi bisnis merupakan harapan bagi setiap pemilik perusahaan. Oleh karena itu manajer selalu ditekan untuk melakukan strategi yang dapat mengembangkan juga meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan menjadi suatu tolok ukur atau gambaran mengenai kondisi perusahaan tersebut. Pemilik atau investor merasa mendapat jaminan bila perusahaan tersebut memiliki nilai (*value*) tinggi, dan menjadi indikator kalau perusahaan menghasilkan tingkat pengembalian yang layak atau lebih tinggi bagi pemegang saham dari pesaingnya.

Namun untuk mengukur nilai perusahaan masih sulit dilakukan. Penilaian dalam bidang akuntansi dan keuangan masih sangat beragam. Beberapa berpendapat kalau

nilai perusahaan diukur berdasar laporan keuangan yang menceritakan kondisi keuangan masa lalu, dan sisi lain disebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai sekarang atas aktiva yang dimiliki perusahaan. Bahkan terdapat argumen kalau nilai perusahaan tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa datang. Myers (1977) menyatakan bahwa konsep penilaian perusahaan sebagai kombinasi total nilai aset yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa datang (Gaver dan Gaver, 1993).

Perbandingan antara aset yang dimiliki dan opsi investasi masa datang menentukan potensi pertumbuhan perusahaan. Opsi investasi di masa datang atau kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) perusahaan dalam bentuk kombinasi keunggulan (*advantages*) dan keterbatasan (*limitations*) menentukan potensi pertumbuhan perusahaan. Komponen nilai perusahaan yang dihasilkan dari opsi atas investasi di masa datang dilakukan oleh Myer (1977), Smith dan Watts (1992) diukur dengan set kesempatan investasi (*investment opportunity sets*). IOS yang merupakan proksi untuk mengukur kesempatan bertumbuh perusahaan dipengaruhi oleh keunggulan dan keterbatasan perusahaan. Keunggulan perusahaan dapat berupa reputasi perusahaan, jenis perusahaan, ukuran juga profitabilitas. Sedang kelemahan perusahaan dapat dilihat dari *leverage* dan resiko sistematis yang dimiliki perusahaan.

Pagalung (2002) mengemukakan dalam penelitiannya bahwa reputasi perusahaan memiliki pengaruh terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan. Sampel penelitiannya adalah perusahaan manufaktur. Namun hasil penelitiannya kurang mendukung adanya pengaruh kelemahan perusahaan terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti kembali apakah kesempatan bertumbuh perusahaan dijelaskan oleh keunggulan dan kelemahannya. Penelitian difokuskan pada perusahaan yang bergerak di sektor keuangan. Alasannya, sektor keuangan terutama bank di Indonesia baru saja mengalami keterpurukan karena pengaruh dari krisis ekonomi beberapa tahun lalu. Saat ini sektor keuangan berusaha untuk membangun kembali kondisinya. Pada saat ini sektor yang sangat sensitif dengan masalah kepercayaan dari masyarakat banyak tumbuh dan mulai berkembang. Oleh sebab itu, peneliti tertarik apakah pertumbuhan perusahaan tersebut dikarenakan nilai perusahaan naik, dilihat dari keunggulan dan kelemahan yang dimilikinya.

Kontribusi penelitian ini adalah memberikan bukti bahwa kesempatan bertumbuh perusahaan dalam hal ini sektor keuangan dapat dikarakteristikan dari keunggulan dan kelemahan yang dimilikinya. Dengan demikian sektor tersebut dapat mengelola keunggulan dan kelemahan yang dimilikinya untuk dijadikan kesempatan peningkatan nilai yang dimilikinya. Apabila perusahaan dapat menentukan keunggulan dan kelemahan yang dimilikinya, maka dapat melakukan strategi untuk peningkatan kompetisi. Setiap perusahaan memiliki karakteristik yang berbeda. Oleh karena itu mereka harus berusaha dengan keunikan yang dimiliki dapat membuat strategi yang cocok untuk perusahaannya.

Penelitian ini mencoba mencari bukti pengaruh hubungan antara keunggulan dan keterbatasan perusahaan yang bergerak di sektor keuangan terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan yang diukur dengan *investment opportunity sets* (IOS). Pagalung (2002) telah meneliti pengaruh hubungan tersebut dalam setting perusahaan manufaktur, namun hasilnya masih belum konsisten dengan penelitian yang dilakukan AlNajjar dan Belkaoui (2001). Oleh karena itu, penelitian ini juga bertujuan untuk mencari bukti kembali pengaruh keunggulan dan keterbatasan perusahaan terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan dengan setting yang berbeda yaitu perusahaan di sektor keuangan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian AlNajjar dan Belkaoui 2001 yang membuat model kesempatan bertumbuh perusahaan. Penelitian tersebut mencari faktor-faktor yang mempengaruhi kesempatan bertumbuh perusahaan dengan melihat faktor internal perusahaan. Kesempatan bertumbuh diukur dalam proksi IOS dengan menggunakan 3 variabel. Faktor internal yang dipandang memiliki hubungan dengan kesempatan bertumbuh perusahaan adalah keunggulan dan keterbatasan yang dimilikinya. Selain itu penelitian ini juga mencoba membuktikan kembali penelitian yang dilakukan oleh Pagalung (2002), yang hanya menjelaskan reputasi perusahaan dan resiko sistematis yang memiliki pengaruh terhadap kesempatan bertumbuh dan pengaruh lain dijelaskan faktor lain. Penelitian juga dilakukan pada setting yang berbeda yaitu sektor keuangan, yang sangat sensitif terhadap kepercayaan masyarakat. Penelitian sebelumnya menggunakan *book to market value of assets*, *market to book value of equity* dan *earning to price ratio* dalam mengukur IOS. Penelitian ini akan menambah variabel pengukuran Tobin's Q dan *ratio of gross plant, property and equipment to market value perusahaan*.

Review Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Set Kesempatan Investasi (Investment Opportunity Sets)

Myers (1977) mendeskripsikan kesempatan investasi potensial seperti call options, memiliki nilai tergantung pada kemungkinan manajemen akan mengembangkannya. Seperti juga call options, kesempatan bertumbuh menunjukkan nilai riil dari perusahaan (Kester 1984). Faktor yang mempengaruhi pertumbuhan misalnya discretionary expenditure, pengenalan produk baru, akuisisi, investasi ke perusahaan terkenal (Mason dan Merton 1985). Bagian yang signifikan ditunjukkan terhadap nilai pasar dari ekuitas untuk menghitung kesempatan bertumbuh (Kester 1984). Penelitian sebelumnya juga menyatakan kesempatan bertumbuh perusahaan mempengaruhi berbagai kebijakan perusahaan dalam membuat keputusan (Smith dan Watts 1992, Skinner, 1993; Gaver dan Gaver 1993; Riahi-Belkaoui 2001).

IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa datang, yang mana mempengaruhi terhadap nilai perusahaan. Proksi IOS bervariasi dan dapat diklasifikasikan dalam 4 tipe (Sanjay 2001) yaitu:

1. Proksi berbasis harga (*price-based proxies*),
2. Proksi berbasis investasi (*investment-based ratio*),
3. Proksi berbasis varian (*variance-based investment*),
4. Pengukuran komposit (*composite measure*).

IOS berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan kalau prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi didasari ide yang menyatakan kalau prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar relatif lebih tinggi untuk aset-aset yang dimiliki. IOS berbentuk suatu rasio sebagai ukuran aset yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. rasio-rasio yang sudah banyak digunakan dalam penelitian berkaitan dengan proksi pasar adalah sebagai berikut:

- *Market to book value equity* (Kallapur dan Trombley 1999; Hartono 1999; AlNajjar dan Belkaoui 2001; Kallapur 2001; Hutchinson 2002)
- *Book to market value of assets* (Smith dan Watss 1992; Kallapur dan Trombley 1999; Hartono 1999; AlNajjar dan Belkaoui 2001; Kallapur 2001; Hutchinson 2002)
- *Tobin's Q* (Skinner 1993; Kallapur dan Trombley 1999; Denis 1984)
- *Earning to price ratios* (Kallapur dan Trombley 1999; Hartono 1999; AlNajjar dan Belkaoui 2001; Kallapur 2001)
- *Ratio of property, plant, and equipment to firm value* (Kallapur dan Trombley 1999; Hartono 1999; AlNajjar dan Belkaoui 2001; Kallapur 2001; Hutchinson 2002)
- *Ratio of depreciation to firm value* (Kallapur dan Trombley 1999; AlNajjar dan Belkaoui 2001; Kallapur 2001)
- *Market value of equity plus book value of debt* (Kallapur dan Trombley 1999)
- *Deviden yield* (Denis 1984)

IOS berbasis proksi investasi memiliki ide bila tingkat aktivitas investasi yang tinggi berhubungan positif terhadap set kesempatan investasi perusahaan. Perusahaan dengan IOS tinggi seharusnya juga memiliki tingkat investasi tinggi. Proksi ini dibentuk dengan menggunakan rasio yang membandingkan ukuran investasi ke ukuran aset yang siap dimiliki atau untuk hasil operasi yang diproduksi dengan aset yang siap dimiliki. Contoh proksi tersebut adalah:

- *R&D intensity*, diukur dengan ratio dari Biaya R&D ke aset (Smith & Watts; Kallapur dan Trombley 1999; Hartono 1999)
- *The ratio R&D sales* (Kallapur dan Trombley 1999)
- *Ratio of capital expenditure to firm value* (Smith dan Watts 1992)

Proksi pengukuran varian berdasarkan pada ide bila pilihan pada investasi semakin memiliki nilai seperti juga variabilitas return di kenaikan aset. Pengukurannya misalnya:

- *Variance of return* (Smith dan Watts 192)
- *Aset betas* (Skinner 1993)

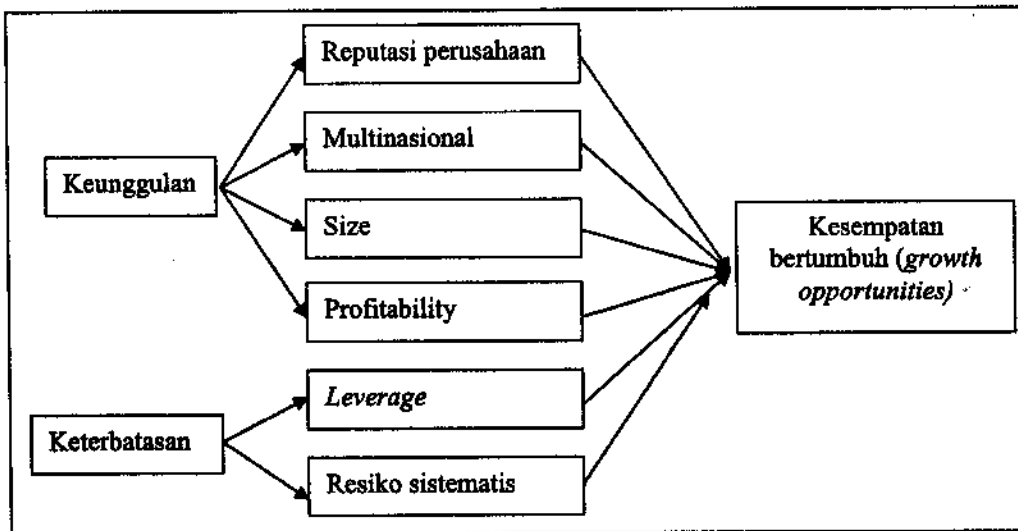
Penelitian biasanya hanya menggunakan proksi IOS secara individual. Maka pengukuran komposite menggunakan beberapa proksi IOS dalam penelitiannya. Misalnya Gaver dan Gaver (1993) mengkombinasikan pengukuran dalam ukuran komposite dengan factor analysis. Dia menggunakan enam macam proksi yaitu: *market to book value of equity*, *market-to-book of assets*, *earning price ratio*, *R&D intensity*, *variance of returns* dan variabel tambahan yang mengindikasikan saham perusahaan tetap dengan pertumbuhan berorientasi pada *mutual funds*.

Keunggulan dan keterbatasan perusahaan

Penelitian akan memfokuskan pada kesempatan bertumbuh perusahaan yang dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan yaitu keunggulan dan keterbatasannya. Penelitian sebelumnya menemukan adanya hubungan positif antara keunggulan perusahaan dengan kesempatan bertumbuh perusahaan yang diukur dengan IOS (AlNajjar dan Belkaoui 2001). Serta hubungan antara keterbatasan perusahaan dengan kesempatan bertumbuh perusahaan berhubungan negatif. Sedang Pagalung (2002) menemukan bila reputasi perusahaan berhubungan positif dengan kesempatan bertumbuh perusahaan dan resiko sistematis memiliki pengaruh negatif terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan.

Keunggulan dan keterbatasan perusahaan merupakan salah satu karakteristik yang dimiliki perusahaan. Al Najjar dan Belkaoui (2001) mengemukakan suatu model kesempatan bertumbuh perusahaan yang dikombinasikan dengan keunggulan dan keterbatasan perusahaan (lihat gambar 1). Dalam model tersebut dinyatakan bila kesempatan bertumbuh yang diukur dengan set kesempatan berinvestasi berhubungan positif dengan keunggulan perusahaan, yaitu reputasi perusahaan, jenis perusahaan multinasional, ukuran perusahaan dan profitabilitas, serta berhubungan negatif dengan keterbatasan perusahaan yaitu *leverage* dan resiko sistematis.

Gambar 1.
Model kesempatan bertumbuh



Variabel yang merepresentasikan dari keunggulan perusahaan adalah sebagai berikut:

1) Reputasi perusahaan

Reputasi perusahaan memiliki pengaruh penting untuk membuat keputusan krusial, sehingga dapat menjadi suatu karakteristik perusahaan, yang membuat perusahaan menjadi unggul dan kompetitif di industri sejenis. Reputasi memberikan sinyal bagi efektivitas organisasional perusahaan (Riahi-Belkaoui dan Pavik, 1992). Untuk menciptakan reputasi yang baik, perusahaan memberi sinyal bila karakteristik kunci mereka konsisten dalam memaksimalkan status sosial (Spencer 1974). Sehingga bila reputasi perusahaan baik, maka memberikan sinyal positif bagi kesempatan bertumbuh perusahaan, karena investor menganggap perusahaan telah memberi perhatian baik bagi status sosial maupun bagi peningkatan nilai perusahaan. Perusahaan sektor keuangan yang memiliki sinyal baik, memberikan jaminan lebih baik terhadap tingkat kepercayaan masyarakat terutama investor terhadap keunggulan yang dimilikinya.

2) Jenis perusahaan multinasional

Perusahaan multinasional merupakan kumpulan dari opsi yang memiliki nilai dan perusahaan multinasional yang akan dapat mendatangkan keunggulan dalam berkompetisi dan dapat mencapai keuntungan arbitrase dalam mengatur arus kas keuangan perusahaan (AlNajjar dan Belakoui, 2001). Bagi perusahaan sektor

keuangan yang sudah multinasional, berarti memiliki tingkat kepercayaan yang lebih baik dari pihak ketiga terhadap usaha yang dijalankan.

3) Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan mencerminkan bila perusahaan tersebut besar dan mampu berkompetisi dengan pesaingnya karena keunggulan kepemilikan aktiva yang besar. Perusahaan besar memiliki peluang besar untuk meningkatkan investasinya dengan membuat keputusan investasi yang bermacam-macam dan berbeda dalam membuat *barriers to entry* yang dapat menghentikan dan menunda faktor-faktor kompetisi dalam memperhitungkan return proyek investasi dengan konsep *opportunity cost* (AlNajjar dan Belkaoui, 2001). Sehingga ukuran perusahaan menjadi keunggulan bagi perusahaan tersebut untuk berkompetisi dalam industri sejenis. Dalam perusahaan sektor keuangan, semakin besar aktiva yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar peluangnya untuk melakukan strategi yang berbeda dan bermacam-macam, untuk meningkatkan nilai yang dimilikinya.

4) Profitabilitas

Kemampuan perusahaan untuk mendatangkan laba (*profit*) yang lebih baik merupakan keunggulan bagi perusahaan, dan menjadi faktor yang meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki kesempatan lebih baik untuk bersaing dengan industri yang sejenis. Miles menyimpulkan bila beta opsi pertumbuhan bergantung pada profitabilitas investasi di masa datang dan varian return yang diperoleh saat ini (Belkaoui dan Picur, 2001).

Variabel yang merepresentasikan dari keterbatasan perusahaan adalah sebagai berikut:

1) *Leverage*

Keterbatasan perusahaan dalam bentuk leverage berhubungan negatif dengan IOS. Penelitian yang menemukan hubungan negatif antara variabel tersebut adalah Gaver dan Gaver (1993) dan Smith dan Watts (1992). Kompetisi IOS perusahaan adalah ditentukan dari leverage perusahaan, yang mana kesempatan bertumbuh perusahaan yang lebih tinggi akan cenderung memiliki market leverage yang rendah (Barclay, Morellec dan Smith, 2001; Jones dan Sarma 2001).

2) Resiko sistematis

Keterbatasan resiko sistematis direpresentasi dengan beta. Pengaruh kesempatan bertumbuh perusahaan dengan resiko sistematis masih beragam hasilnya, Tergantung dari bagaimana kita mendefinisikan parameter pertumbuhan (*growth*) dalam suatu model. Al Najjar dan Belkaoui (2001) menyatakan bila pengaruh hubungan tersebut dapat negatif, dapat pula positif, dan bahkan dapat bersifat positif dan negatif,

tergantung pada nilai-nilai parameter lain yang digunakan. Dalam penelitian ini sesuai dengan Pagalung (2002) mendefinisikan sebagai *expansion yield* dan *monopoly power* sehingga hubungan yang terjadi adalah negatif antara kesempatan bertumbuh dengan resiko sistematis. Hubungan ini telah diteliti oleh Beaver dkk., Pettit dan Westerfield, Breen dan Lanr, Rosenberg dan McKibden, Thompson, dan Eskew (AlNajjar dan Belkaoui, 2001)

Untuk menentukan suatu strategi agar perusahaan dapat mengembangkan potensinya, maka harus diketahui keunggulan dan keterbatasan yang dimilikinya. Faktor tersebut merupakan faktor internal perusahaan. AlNajjar dan Belkaoui (2001) telah memperkenalkan suatu model kesempatan bertumbuh perusahaan (*a general growth opportunities*) dalam penelitiannya, dengan melihat pengaruh model tersebut terhadap IOS di perusahaan.

Keunggulan perusahaan diukur dalam beberapa variabel yaitu reputasi perusahaan, jenis perusahaan multinasional, ukuran (*size*) perusahaan dan profitabilitas perusahaan. keterbatasan perusahaan diukur dalam variabel *leverage* dan resiko sistematis.

Hipotesis yang disajikan mencoba menghubungkan antara pengaruh keunggulan dan keterbatasan perusahaan terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan yang diukur dengan IOS. Hipotesis tersebut adalah:

- Hipotesis 1: *Kesempatan bertumbuh yang diukur dengan investment opportunity set (IOS), secara langsung berubah bersama tingkat reputasi perusahaan*
- Hipotesis 2: *Kesempatan bertumbuh yang diukur dengan investment opportunity set (IOS), secara langsung berubah bersama tingkat multinasional perusahaan*
- Hipotesis 3: *Kesempatan bertumbuh yang diukur dengan investment opportunity set (IOS), secara langsung berubah bersama tingkat ukuran perusahaan*
- Hipotesis 4: *Kesempatan bertumbuh yang diukur dengan investment opportunity set (IOS), secara langsung berubah bersama tingkat profitabilitas perusahaan*
- Hipotesis 5: *Kesempatan bertumbuh yang diukur dengan investment opportunity set (IOS), berhubungan secara negatif dengan tingkat leverage*
- Hipotesis 6: *Kesempatan bertumbuh yang diukur dengan investment opportunity set (IOS), berhubungan secara negatif dengan tingkat resiko sistematis*

Metode Penelitian

Sampel Penelitian dan Data

Sampel penelitian ini adalah institusi keuangan yang sudah terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk periode laporan keuangan tahun 2001. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*archival*) terdiri dari:

1. Data akuntansi keuangan berupa laporan keuangan sampel, jumlah saham beredar, harga penutupan saham, dan jenis penanaman modal yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2001.

Perusahaan yang termasuk dalam sektor keuangan (*finance*) dari data yang diambil sebanyak 52 perusahaan terdiri dari; bank sebanyak 23 perusahaan, institusi keuangan 8 perusahaan, perusahaan sekuritas 4, asuransi 9 perusahaan, perusahaan pendanaan 1, dan sektor keuangan lain 7 perusahaan.

2. Data beta koreksi dari database Pasar Modal Fakultas Ekonomi UGM
3. Data reputasi perusahaan dari Majalah InfoBank yang menerbitkan 20 besar pangsa aset.

Variabel Penelitian dan Pengukuran

Variabel yang diteliti adalah:

- 1) Variabel independen, yaitu variabel yang mempengaruhi keunggulan dan kelemahan perusahaan. Variabel tersebut terdiri dari reputasi perusahaan, jenis perusahaan multinasional, ukuran perusahaan dan profitabilitas perusahaan.
 - Variabel reputasi perusahaan merupakan variabel *dummy*, yang diukur dengan cara institusi keuangan yang termasuk dalam 20 besar pangsa aset dan yang tidak memiliki kategori (0).
 - Variabel jenis perusahaan multinasional juga merupakan variabel *dummy*, yaitu perusahaan multinasional yang diindikasikan kepemilikan saham dengan perusahaan asing (1) dan bukan multinasional (0).
 - Ukuran (*size*) perusahaan merupakan ukuran logaritma total aktiva perusahaan.
 - Profitabilitas diukur dari *return on assets* (ROA) perusahaan.
 - *Leverage* diukur dengan menggunakan rumus jumlah hutang jangka panjang dibagi dengan jumlah aktiva.
 - Resiko sistematis diukur dengan beta pasar tepatnya beta koreksi.
- 2) Variabel dependen, yaitu variabel untuk mengukur kesempatan bertumbuh perusahaan yaitu IOS. Untuk mengukur IOS maka digunakan beberapa pengukuran atau pengukuran komposit yang banyak dilakukan dalam penelitian sebelumnya.

Tabel 1
Variabel proksi IOS

Variabel proksi IOS	Formula
<i>Book to market value of assets</i>	(total aktiva - total ekuitas + jumlah saham beredar x harga penutupan saham)/total aktiva
<i>Market to book value of equity</i>	(jumlah saham beredar x harga penutupan saham) / total ekuitas
<i>Earning to price ratio</i>	Laba per saham / harga penutupan saham
<i>Tobin's Q</i>	{[(jumlah saham beredar x harga penutupan saham) + total hutang + sediaan] – jumlah aktiva lancar} / total aktiva

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan adalah dengan regresi untuk mencari hubungan antara variabel-variabel yang diteliti.

Model penelitian menggunakan formulasi:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon$$

Keterangan:

- Y = Set kesempatan investasi (IOS)
- X₁ = Reputasi perusahaan
- X₂ = Jenis perusahaan multinasional
- X₃ = *Leverage*
- X₄ = Beta
- X₅ = *Return on assets* (ROA)
- X₆ = Log aktiva

Analisis dan Hasil Penelitian

Pengujian Asumsi Model Analisis

Pengujian dalam penelitian ini menggunakan regresi multivariat. Oleh karena itu dilakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinearitas, uji heterokedastisitas dan uji autokorelasi. Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah model regresi yang digunakan dalam penelitian ditemukan adanya korelasi antar variabel independen atau tidak. Hasil pengujian tidak menunjukkan adanya multikolinearitas (lihat tabel 2). Karena *Variance Inflation Factor* (VIF) menunjukkan nilai sekitar 1 dan nilai Tolerance mendekati 1. sehingga hasil tersebut tidak menunjukkan adanya multikolinearitas, karena batasan terjadinya adalah nilai VIF melebihi 10 (Hair dkk. 1998, hal 220), dan nilai *Tolerance* menjauhi nilai 1 (Santoso, 2001, hal. 206)

Tabel 2
Uji Asumsi Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
Reputasi	.751	1.331
Multinasional	.966	1.035
log aktv	.864	1.158
ROA	.929	1.076
Leverage	.873	1.145
Resiko Sistematis	.906	1.104

Uji heterokedastisitas adalah pengujian ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual tersebut tetap, maka disebut homokedastisitas, sedang kalau varian tersebut berbeda maka disebut heterokedastisitas. Pengujian heterokedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji Spearman. Hasil pengujian tidak menunjukkan adanya heterokedastisitas, karena skor probabilitasnya tidak signifikan. Pengujian autokorelasi dalam penelitian tidak dilakukan karena sifatnya adalah *cross-sectional*, sedang relevansi uji autokorelasi adalah pengujian data dengan *time-series*.

Statistik Deskriptif dan Analisis Faktor

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan adanya deviasi standar cukup besar pada variabel ROA yaitu 15,65. Hal ini mengindikasikan kemungkinan variabel tersebut tidak signifikan. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 3.

Variabel dependen (IOS) yang diproksikan dalam *book to market value of assets* (BMVA), *market to book value of equity* (MBVE), *earning to price ratio* (RPR) dan *Tobin's Q* (TBQ) diekstraksikan dengan menggunakan *common factor analysis* (faktor analisis). Prosedur analisis faktor digunakan untuk mengidentifikasi dimensi-dimensi laten atau membentuk representasi atas variabel-variabel asli (Hair dkk, 1998, hal. 91). Hasil pengujian faktor analisis menunjukkan nilai *communalities* indikator individual dari IOS, yang digunakan untuk menentukan jumlah faktor dari variabel-variabel aslinya. Jumlah keempat nilai *communalities* tersebut adalah 2,142. Untuk mencapai nilai tersebut dibutuhkan hanya satu faktor saja yang mempunyai nilai *eigenvalues* lebih dari 1. Faktor tersebut adalah faktor 1 dengan nilai 2,142 (lihat lampiran faktor analisis). Hal tersebut sesuai dengan *the rule of thumb* kalau jumlah faktor yang digunakan sebagai representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair dkk, 1998).

Dari empat variabel tersebut terbentuk satu faktor yang mana faktor variabel komposit tersebut sangat dipengaruhi oleh 3 variabel individual yaitu *book to market value of assets* (BMVA), *market to book value of equity* (MBVE), dan *Tobin's Q* (TBQ), masing-masing memiliki nilai 0,880, 0,723 dan 0,815 (lihat lampiran faktor analisis). Sedang variabel *earning to price ratio* (RPR) memiliki pengaruh kecil yaitu nilainya 0,424.

Tabel 3
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
REGR factor score	41	-1.17036	2.33104	.0000000	1.00000000
1 for analysis 1					
Reputasi	41	.00	1.00	.3659	.48765
Multinasional	41	.00	1.00	.9024	.30041
log aktv	41	10.45	14.01	12.1366	.88916
ROA	40	-64.00	64.00	.0750	15.64653
Leverage	41	.00	6.75	.5771	1.35528
Resiko	40	-4.53	4.55	.0005	1.10551
Valid N (listwise)	40				

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melakukan regresi antara variabel dependen (IOS) dan variabel independen dalam bentuk keunggulan dan keterbatasan perusahaan. Hasil regresi dapat ditunjukkan dalam tabel 5.

Tabel 5
Hasil pengujian regresi

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model 1	.614	.378	.264	.86789612

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15.077	6	2.513	3.336	.011
	Residual	24.857	33	.753		
	Total	39.934	39			

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.471E-03	2.109			-.001.999
	Reputasi	3.012E-02	.327	.015		.092.927
	Multinasional	.157	.530	.041		.295.770
	log aktv	-2.857E-02	.166	-.025		-.172.865
	ROA	2.199E-02	.009	.340		2.386.023
	Leverage	.335	.109	.454		3.086.004
	Resiko	-7.243E-03	.132	-.008		-.055.957

Tabel di atas menunjukkan adjusted r-square sebesar 0,264 yang berarti hubungan variabel dependen dan variabel independen dijelaskan sebesar 26,4%. Namun hubungan tersebut dikategorikan lemah karena nilai R sebesar 0,614. Hasil regresi secara keseluruhan menunjukkan tingkat signifikansi pada 5%, dengan nilai Ftest 3,336.

Variabel-variabel keunggulan perusahaan yang diwakili oleh variabel reputasi, multinasional, *size*, dan profitabilitas menunjukkan hanya 1 variabel saja yang signifikan yaitu profitabilitas pada tingkatan 5%. Variabel-variabel keterbatasan perusahaan yang diwakili oleh leverage dan resiko menunjukkan hanya leverage yang signifikan pada

tingkat 1%. Namun leverage menunjukkan hubungan positif dengan IOS, sehingga penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya (Gaver dan Gaver 1995; dan Smith dan Watts 1992).

Simpulan

Hasil pengujian regresi antara variabel dependen yaitu set kesempatan berinvestasi dengan enam variabel independen yaitu keunggulan dan keterbatasan perusahaan dapat dijelaskan sebesar 26,4%, sedang sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Hasil pengujian arah dan signifikansi mengindikasikan bila keunggulan perusahaan yang dijelaskan dalam 4 variabel saja hanya 1 variabel yang signifikan yaitu profitabilitas dan memiliki arah positif dengan set kesempatan berinvestasi (IOS).

Keterbatasan perusahaan yang direpresentasikan dalam 2 variabel, mengindikasikan hanya variabel leverage saja yang memberikan hasil signifikan. Namun arah hubungan dengan set kesempatan berinvestasi adalah positif, sehingga tidak konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

Keterbatasan penelitian ini yang pertama adalah sampel penelitian hanya perusahaan finansial yang tercatat dalam ICMD 2001, yang mempublikasikan laporan terakhirnya tahun 2001. konsekuensinya hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan. Kedua variabel yang digunakan sebagai proksi IOS hanya empat saja yaitu book to market value of assets, market to book value of equity, earning to price ratio dan Tobin's Q, sedang ukuran IOS sangat beragam dan bersifat unobservable. Ketiga model penelitian menggunakan dasar model umum kesempatan bertumbuh perusahaan (AlNajjar dan Belkaoui, 2001), dan kemungkinan masih terdapat variabel lain yang dapat merepresentasikan karakteristik perusahaan dan bentuk keunggulan dan keterbatasan perusahaan yang berbeda.

Hasil penelitian memberikan bukti baru terhadap model umum keunggulan dan keterbatasan perusahaan terhadap IOS, terutama untuk perusahaan finansial, pada kondisi lingkungan di Indonesia. Perusahaan finansial yang pada tahun-tahun terakhir sedang menghadapi goncangan menjadi fokus yang menarik untuk diteliti. Oleh karena itu penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksikan kemungkinan pertumbuhan perusahaan.

Saran untuk penelitian berikutnya adalah menggunakan variabel lain untuk merepresentasikan set kesempatan bertumbuh perusahaan (IOS). Selain itu dapat dilakukan penelitian untuk sektor yang berbeda-beda, untuk melihat kemungkinan adanya perbedaan jenis industri terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan.

Daftar Pustaka

- AlNajjar, Fouad K. dan Belkaoui, Ahmed Riahi, 2001, "Empirical Validation of General Model of Growth Opportunities", *Managerial Finance*, Vol. 27. 3, hal. 72-90
- Chung, Kee.H dan Charoenwong, Charlie, 1991, "Investment Options, Assets in Place, and The Risk of Stocks", *Financial Management*, 21-33
- Collins M cary, david W. Blackwell, dan Joseph F. Sinkey, Jr., 1995, "The relationship Between Corporate Compensation policies and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies", *Financial Management*, 24, hal. 40-53
- Gaver, Jennifer J., dan Gaver, Kenneth M., 1995a, "Additional Evidence on The Association Between Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Deviden, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, hal. 125-160
- _____, 1995b, "Compensation Policy and The Investment Opportunity Set", *Financial Management*, 24, hal. 19-32
- Hair JR, Joseph F., dkk., 1998, *Multivariate Data Analysis*, Fifth edition, New Jersey, Prentice-Hall International
- Hartono, Jogyanto, 1999, "An Agency-Cost Explanation for Devidend Payments" *working paper*, Universitas Gadjah Mada
- Hutchinson, Marion, 2002, "Investment Opportunities and Leverage: Some Australian Evidence on the Role of Board Monitoring and Director Equity Ownership", *Managerial Finance*, Vol. 28, No. 3, hal. 19-36
- Kallapur, Sanjay dan Trombley, Mark A., 1999, "The Association Between Investement Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance & Accounting*, April, 26 (3) & (4), hal. 505-519
- Kallapur, Sanjay, 2001, "The Investment Opportunity Set: Determinants, Concequences and Measurement", *Managerial Finance*, Volume 27, No. 3 hal. 3-15
- Lendenberg, Eric B. dan Ross, Stephen A., 1981, "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Business*, Vol. 54 No. 1, hal. 1-32
- Skinner, Douglas J., 1993, "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedures Choice", *Journal of Accounting and Economics*, 16, hal. 407-445
- Smith, Clifford W., dan Ross, L. Watts, 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Deviden, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, 32, hal. 263-292