

# Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Ekstern, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Assets Terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan yang Terdaftar Pada Bursa Efek Jakarta

(Studi pada Industri Manufaktur Masa Sebelum Krisis dan Saat Krisis)

Tri Ratnawati

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas 17 Agustus Surabaya

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung faktor eksternal, kesempatan investasi, pertumbuhan assets terhadap keputusan pendanaan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan *Structural Equation Modeling*. Sampel yang digunakan adalah 195 unit analisis sebelum krisis dan 196 unit analisis pada saat krisis. Hasil studi menunjukkan bahwa sebelum krisis pengaruh langsung faktor eksternal adalah positif signifikan dan pengaruh tidak langsung melalui kesempatan investasi adalah negatif signifikan. Pada saat krisis, faktor eksternal tidak mempunyai pengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan, bagaimanapun pengaruh tidak langsung adalah negatif signifikan. Pengaruh langsung faktor eksternal terhadap kesempatan investasi.

**kata kunci:** faktor eksternal, pertumbuhan assets, kesempatan investasi

## ABSTRACT

*Purpose of the study is to examine direct and indirect effect of the external factor, investment opportunity, assets growth on financial decisions that firms listed in Jakarta Stock Exchange. Structural Equation modeling use to proof direct and indirect effect, this result of the models is acceptable (fit). Amount of the sample is 195 analysis unit for before crisis and 196 analysis unit for that moment of the crisis. Before crisis, direct effect external factors to financial decision are positive significance and indirect effect pass through investment opportunity is negative significance, direct effect exceed of indirect effect. Financial decision does not direct effect to asset growth and does not indirect effect pass through investment opportunity.*

**Keywords:** external factors, asset growth, investment opportunity.

## PENDAHULUAN

Misi pembangunan Indonesia adalah pemberdayaan masyarakat dan seluruh kekuatan ekonomi nasional, terutama pengusaha kecil, menengah dan koperasi dengan mengembangkan sistem ekonomi kerakyatan yang bertumpu pada mekanisme pasar yang berkeadilan, berbasis pada sumber daya alam dan sumber daya manusia yang produktif, mandiri, maju, berdaya saing, berwawasan lingkungan dan tumbuh berkelanjutan. Sebagai suatu unit usaha, maka aktivitas perusahaan akan sangat dipengaruhi oleh variabel-variabel makro ekonomi. Variabel-variabel makro ekonomi yang sangat menentukan lingkungan bisnis misalnya: tingkat bunga, kurs dan tingkat inflasi (Damodaran 1997).

Pada pertengahan 1997, banyak pihak memuji prestasi pembangunan ekonomi Indonesia, termasuk salah satu *High Performing Asian Economy*

*Countries* yang memiliki kinerja perekonomian mengagumkan, bahkan dianggap sebuah *miracle* (World Bank 1993). Namun, ternyata krisis ekonomi yang berawal dari krisis di Thailand melanda Indonesia dan berdampak terhadap perubahan aset perusahaan.

Pertumbuhan aset perusahaan tidak didukung oleh sumber daya domestik yang tangguh, tetapi karena investasi asing, bahkan kebanyakan berjangka pendek sehingga dapat sewaktu-waktu keluar dari Indonesia. Pembangunan nasional juga dibiayai dengan utang luar negeri, sehingga justru memberatkan kondisi perekonomian Indonesia yang telah terjatuh pada lingkaran tak berujung pangkal dari utang (*debt trap*). Indonesia tidak dapat membiayai pembangunan tanpa utang. Krisis ekonomi di negara-negara Asia, termasuk Indonesia disebabkan karena negara-negara ini mengalami over borrowing tanpa pernah meng-

hitung biaya yang harus dibayarnya atau *growth at any price* (Henderson 1998).

Pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan (Sharpe 1991) adalah tingkat dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada bagaimana dukungan asset terhadap peningkatan penjualan dan bagaimana dana yang tersedia (berupa *current liabilities, debt, retained earnings* dan *new sales*) terhadap pertumbuhan asset, dengan asumsi bahwa perusahaan mau dan mampu menyediakan *new debt* dan *new equity*. Asumsi ini untuk mengatasi keterbatasan financial terhadap pertumbuhan.

Penelitian Jogiyanto (2002) menunjukkan bahwa pertumbuhan aset 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. Penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Menurut Smith dan Watts (1992) peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS : *Investment Opportunity Set*).

Implikasi teori IOS berkaitan dengan keputusan pendanaan yang telah dilakukan perusahaan terdiri dari keputusan pendanaan jangka pendek, jangka menengah dan jangka panjang. Peneliti yang sudah menguji perspektif *efficiency contracting* dalam hubungannya dengan potensi pertumbuhan perusahaan adalah Smith dan Watts (1992). Penelitian ini mengacu pada masalah agensi yang berkaitan dengan keputusan pendanaan, dividen dan kompensasi. Smith dan Watts menemukan adanya bukti empiris bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam keputusan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang beresiko dalam struktur modalnya.

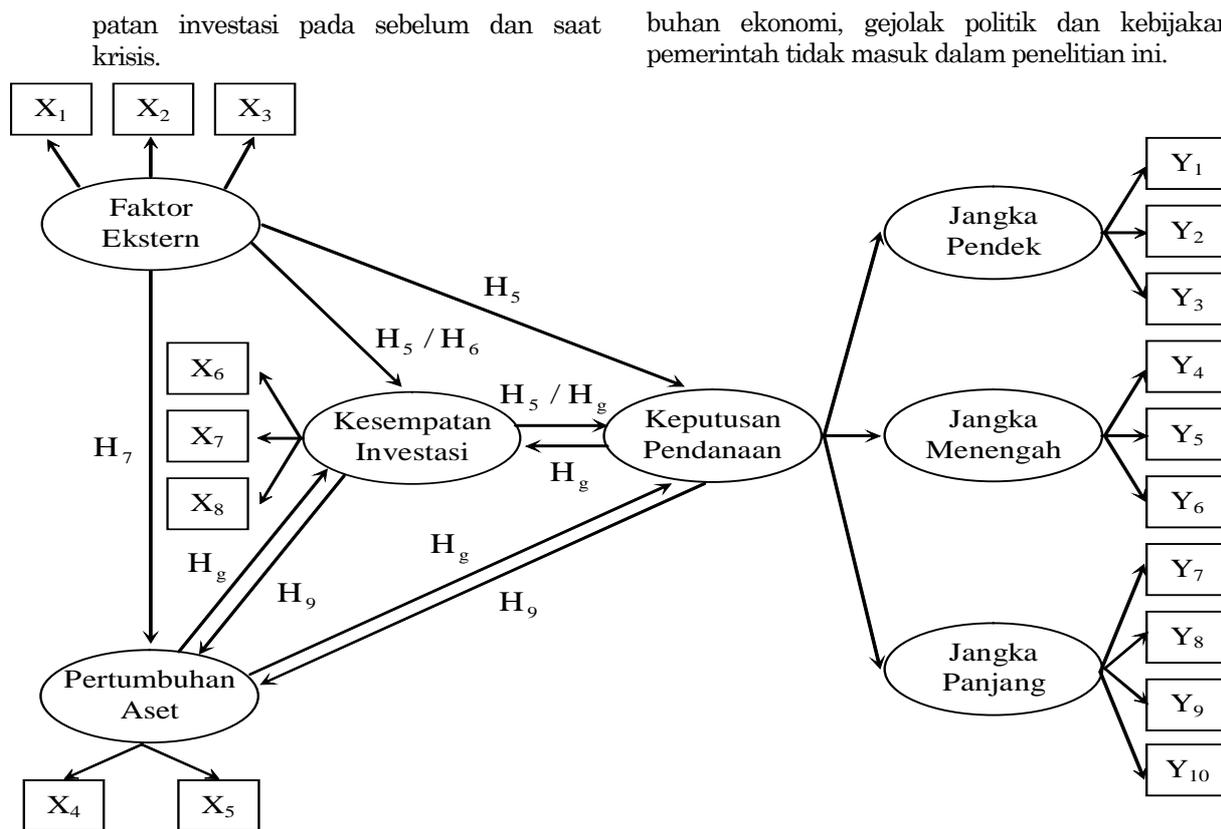
Berdasarkan fenomena yang ada maka masalah penelitian ini adalah pada saat krisis ekonomi yang terjadi saat ini yaitu pada tahun 1999 dan tahun 2000, sebanyak 76,19% dari perusahaan makanan-minuman mengalami pertumbuhan asset yang positif, namun sebanyak 66,67% dari

perusahaan tersebut mengalami penurunan keuntungan, hal ini menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan untuk pertumbuhan assetnya lebih banyak bukan berasal dari dana internal, melainkan dana eksternal baik berupa hutang maupun peningkatan modal saham, ditunjukkan oleh 80,95% dari perusahaan makanan-minuman mengalami peningkatan hutang dan 47,62% mengalami peningkatan modal saham.

Faktor ekstern merupakan faktor yang berada diluar kendali manajemen perusahaan. Faktor ekstern diprediksi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Damodaran (1997) menemukan bahwa faktor ekstern yang terdiri dari tingkat suku bunga, perubahan kurs dan tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. Fijrianti (2000) menemukan bahwa IOS berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan assets. Selanjutnya proksi IOS berbasis harga, investasi dan varian *return* mempunyai pengaruh timbal balik dengan pertumbuhan assets. Jogiyanto (2002) menemukan bahwa pertumbuhan assets perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen dan pihak eksternal perusahaan seperti para investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan investasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan hal yang menguntungkan karena investasi yang ditanamkan diharapkan bisa memberikan *return* yang tinggi. Penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan direspon positif oleh pasar. Menurut Smith dan Watts (1992) peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS).

Pada gambar 1 dapat dilihat hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

- H<sub>1</sub> : Faktor Ekstern berpengaruh langsung signifikan terhadap keputusan pendanaan, dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi pada sebelum dan saat krisis.
- H<sub>2</sub> : Faktor Ekstern berpengaruh langsung signifikan terhadap kesempatan investasi pada sebelum dan saat krisis.
- H<sub>3</sub> : Faktor Ekstern berpengaruh langsung signifikan terhadap pertumbuhan aset pada sebelum dan saat krisis.
- H<sub>4</sub> : Pertumbuhan Aset berpengaruh langsung signifikan terhadap keputusan pendanaan dan secara tidak langsung melalui kesem-



Gambar 1. Kerangka Konseptual dan Hipotesis Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Ekstern, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Aset Terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Jakarta.

H<sub>5</sub>: Keputusan Pendanaan berpengaruh langsung signifikan terhadap pertumbuhan aset dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi pada sebelum dan saat krisis.

**METODE PENELITIAN**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta mulai aktif beroperasi tahun 1977 dimana pada saat tersebut jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar adalah 43 perusahaan dan mulai tahun 1993 sampai dengan tahun 2000 jumlah perusahaan manufaktur tersebut menjadi 166 perusahaan. Sampel di dalam penelitian ini berjumlah 106 perusahaan manufaktur yang aktif selama periode tersebut di atas sehingga teknik pengambilan sampelnya menggunakan sensus.

Periode penelitian untuk sebelum krisis adalah mulai tahun 1993 sampai dengan tahun 1996 dan saat krisis mulai tahun 1997 sampai dengan tahun 2000, dengan demikian maka setelah krisis yaitu tahun 2001 sampai dengan saat ini tidak diteliti. Variabel faktor ekstern yang diambil dalam penelitian ini adalah variabel kurs, tingkat bunga dan inflasi sedangkan variabel-variabel lainnya misalnya jumlah pengangguran, tingkat pertum-

buhan ekonomi, gejala politik dan kebijakan pemerintah tidak masuk dalam penelitian ini.

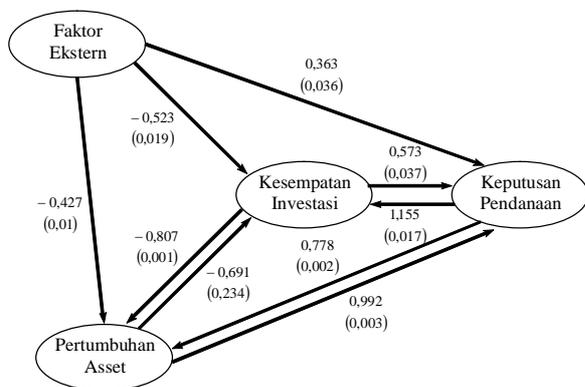
Tabel 1. Daftar Variabel Konstruk dan Variabel Manifest

Variabel Konstruk	Variabel Manifest (Indikator)
Keputusan Pendanaan Jangka Pendek	Y <sub>1</sub> = Quick Ratio (QR)
	Y <sub>2</sub> = Net Working Capital (NWC)
	Y <sub>3</sub> = Leverage Short Term (LST)
Keputusan Pendanaan Jangka Menengah	Y <sub>4</sub> = Leverage Medium Term (LMT)
	Y <sub>5</sub> = Asset Utilization Medium Term (AUMT)
	Y <sub>6</sub> = Profitability Medium Term (PMT)
Keputusan Pendanaan Jangka Panjang	Y <sub>7</sub> = Profitability Long Term (PLT)
	Y <sub>8</sub> = Leverage Long Term (LLT)
	Y <sub>9</sub> = Asset Utilization Long Term (AULT)
	Y <sub>10</sub> = Dividend Payout Ratio (DPR)
Faktor Ekstern	X <sub>1</sub> = Tingkat Suku Bunga (Interest / I)
	X <sub>2</sub> = Perubahan Kurs (K)
	X <sub>3</sub> = Tingkat Inflasi (If)
Pertumbuhan Aset	X <sub>4</sub> = Current Asset Growth (CAG)
	X <sub>5</sub> = Net Fixed Asset Growth (NFAG)
Kesempatan Investasi	X <sub>6</sub> = IOS. Harga Saham (IOS.P)
	X <sub>7</sub> = IOS. Investasi (IOS.I)
	X <sub>8</sub> = IOS. Varian Return (IOS.V)

Analisis data untuk pengujian hipotesis kesatu sampai dengan kelima pada penelitian ini menggunakan *Structural Equation Modeling* (SEM). *Software* untuk perhitungan yang digunakan adalah AMOS 4.01. Model persamaan struktural terdiri dari model pengukuran untuk mengkonfirmasi dimensi-dimensi yang dikembangkan pada sebuah faktor atau variabel atau konstruk, dan model struktural yaitu struktur hubungan yang menjelaskan kausalitas antar faktor.

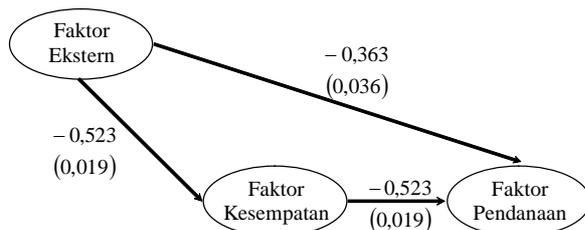
**Pengaruh langsung dan tidak langsung factor eksternal, kesempatan investasi dan pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan sebelum krisis**

Struktur hubungan pengaruh langsung dan tidak langsung faktor eksternal, kesempatan investasi dan pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan dalam kondisi sebelum krisis dapat dilihat pada gambar 2 di bawah ini.



**Gambar 2. Pengaruh langsung dan tidak langsung faktor eksternal, kesempatan investasi dan pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan (sebelum krisis)**

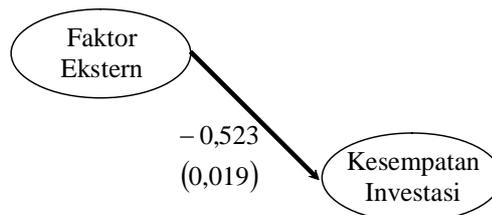
Gambar tersebut menunjukkan bahwa: 1) Faktor eksternal berpengaruh langsung positif signifikan dengan taraf signifikan  $0,036 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,363$ ; sedangkan pengaruh tidak langsung faktor eksternal terhadap keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi ditunjukkan dengan koefisien jalur  $-0,300$  dan taraf signifikan  $< 0,05$ ; sehingga pengaruh tidak langsungnya adalah negatif signifikan, dapat dilihat pada gambar 2.a. Dapat dikatakan bahwa pengaruh langsungnya lebih besar daripada pengaruh tidak langsungnya.



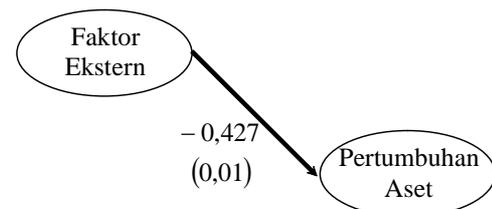
**Gambar 2.a. Pengaruh langsung faktor eksternal terhadap keputusan pendanaan dan pengaruh**

**tidak langsung melalui kesempatan investasi pada sebelum krisis.**

2) Faktor eksternal berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap kesempatan investasi ditunjukkan pada gambar 2.b. dengan koefisien jalur  $-0,523$  dan taraf signifikansi  $0,019 < 0,05$ ; (3) Faktor eksternal berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap pertumbuhan aset, ditunjukkan dengan taraf signifikan  $0,01 < 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,427$  dapat dilihat pada gambar 2.c.

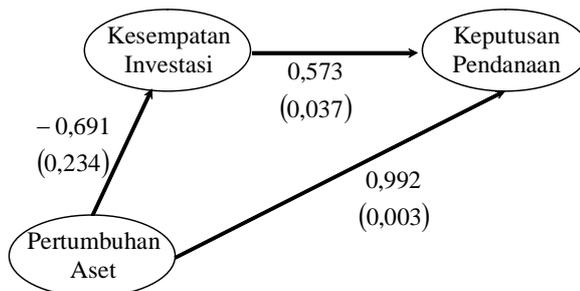


**Gambar 2.b. Pengaruh langsung faktor eksternal terhadap kesempatan investasi pada sebelum krisis.**



**Gambar 2.c. Pengaruh langsung faktor eksternal terhadap pertumbuhan pada sebelum krisis.**

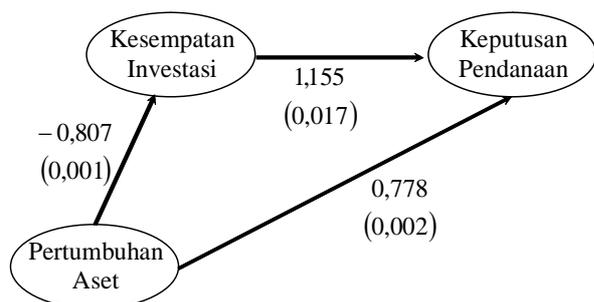
4) Pertumbuhan aset berpengaruh langsung positif signifikan terhadap keputusan pendanaan, ditunjukkan dengan taraf signifikan  $0,003 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,992$ ; sedangkan pengaruh tidak langsung pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi adalah negatif tidak signifikan karena taraf signifikan  $> 0,05$ ; dengan kata lain pertumbuhan aset berpengaruh secara langsung, namun secara tidak langsung tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dapat dilihat pada gambar 2d.



**Gambar 2d. Pengaruh langsung pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan dan pengaruh**

tidak langsung melalui kesempatan investasi pada sebelum krisis.

5) Keputusan pendanaan berpengaruh langsung positif signifikan terhadap pertumbuhan aset, ditunjukkan dengan taraf signifikan  $0,002 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,778$  sedangkan pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan terhadap pertumbuhan aset melalui kesempatan investasi adalah negatif signifikan dengan taraf signifikan  $< 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,932$  dapat dikatakan bahwa pengaruh tidak langsung lebih besar daripada pengaruh langsung, seperti nampak pada gambar 2e.



Gambar 2.e. Pengaruh langsung keputusan pendanaan terhadap pertumbuhan aset dan pengaruh tidak langsung melalui kesempatan investasi pada sebelum krisis.

**Efek Langsung (Direct Effect), Efek Tidak Langsung (Indirect Effect) dan Efek Total (Total Effect) Kondisi Sebelum Krisis**

Tabel 2. Direct Effect (DE), Indirect Effect (IE), Total Effect (TE)

Pengaruh		Bobot DE	Bobot IE	Bobot TE
Faktor Ekstern	→ Pendanaan	0,363	-0,260	0,102
Faktor Ekstern	→ Kesempatan Investasi	-0,523	0,152	-0,371
Faktor Ekstern	→ Pertumbuhan Aset	-0,427	0,379	-0,048
Pendanaan	→ Kesempatan Investasi	1,155	1,401	2,556
Pendanaan	→ Pertumbuhan Aset	0,778	-1,415	-0,637
Kesempatan Investasi	→ Pendanaan	0,573	-1,514	-0,941
Kesempatan Investasi	→ Pertumbuhan Aset	-0,807	-0,687	-1,494
Pertumbuhan Aset	→ Pendanaan	0,992	1,475	2,468
Pertumbuhan Aset	→ Kesempatan Investasi	-0,691	2,575	1,885

Tabel 2. menunjukkan bahwa hubungan pengaruh antara variabel laten *direct effect* terbesar adalah pengaruh pendanaan terhadap kesempatan investasi dengan bobot 1,155; *indirect effect* tersebut adalah pengaruh pertumbuhan aset terhadap kesempatan investasi dengan bobot 2,575; namun bobot terbesar untuk *total effect* adalah pengaruh pendanaan terhadap kesempatan investasi.

Pengujian hipotesis satu sampai dengan lima ditunjukkan dengan struktur hubungan pengaruh

dan diperjelas mengenai pengaruh masing-masing variabel tersebut dalam tabel 3.

Tabel 3. Koefisien Jalur Antar Variabel Dalam Kondisi Sebelum Krisis

Pengaruh		Koefisien Jalur	Prob.	Keterangan
Kesempatan Investasi	→ Faktor Ekstern	-0,523	0,019	S
Pendanaan	→ Faktor Ekstern	0,363	0,036	S
Pertumbuhan Aset	→ Faktor Ekstern	-0,427	0,001	S
Pertumbuhan Aset	→ Pendanaan	0,778	0,002	S
Pendanaan	→ Pertumbuhan Aset	0,992	0,003	S
Kesempatan Investasi	→ Pendanaan	1,155	0,017	S
Kesempatan Investasi	→ Pertumbuhan Aset	-0,691	0,234	TS
Pertumbuhan Aset	→ Kesempatan Investasi	-0,807	0,001	S
Pendanaan	→ Kesempatan Investasi	0,573	0,037	S

Tabel 3. menunjukkan bahwa faktor ekstern berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kesempatan investasi demikian pula pengaruh faktor ekstern terhadap pertumbuhan aset sedangkan pengaruh faktor ekstern terhadap keputusan pendanaan adalah positif dan signifikan. Pengaruh timbal balik antara keputusan pendanaan dengan pertumbuhan aset adalah positif dan signifikan. Pengaruh keputusan pendanaan terhadap kesempatan investasi adalah positif dan signifikan sedangkan pengaruh pertumbuhan aset terhadap kesempatan investasi adalah negatif dan tidak signifikan. Pengaruh kesempatan investasi terhadap pertumbuhan aset adalah negatif dan signifikan, sedangkan pengaruh kesempatan investasi terhadap keputusan pendanaan adalah positif dan signifikan.

Berdasarkan tabel 3 dan gambar 2 (a s/d e) menunjukkan hipotesis lima terbukti bahwa faktor ekstern berpengaruh langsung positif signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan taraf signifikan  $0,036 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,363$  sedangkan berpengaruh tidak langsung faktor ekstern terhadap keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi adalah negatif signifikan dengan taraf signifikan  $< 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,300$ .

Hipotesis enam juga terbukti bahwa faktor ekstern berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap kesempatan investasi dengan taraf signifikan  $0,019 < 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,523$ .

Hipotesis tujuh juga terbukti bahwa faktor ekstern berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap pertumbuhan aset, dengan taraf signifikan  $0,01 < 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,427$ .

Hipotesis delapan terbukti bahwa pertumbuhan aset berpengaruh langsung positif signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan taraf signifikan  $0,003 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,992$

dan tidak terbukti untuk pengaruh tidak langsung pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi karena taraf signifikan  $> 0,05$ .

Hipotesis sembilan terbukti bahwa keputusan pendanaan berpengaruh langsung positif signifikan terhadap pertumbuhan aset, dengan taraf signifikan  $0,002 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,778$ ; sedangkan pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan terhadap pertumbuhan aset melalui kesempatan investasi adalah negatif signifikan dengan taraf signifikan  $< 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,932$ .

Model dikatakan baik apabila memenuhi kriteria *goodness-of-fit*, dimana dalam penelitian ini mula-mula menunjukkan bahwa tidak memenuhi kriteria nilai kritis yang ditetapkan. Hal ini berarti bahwa dari seluruh kriteria yang digunakan menunjukkan adanya hasil yang kurang baik, yang berarti model tidak sesuai dengan data, sehingga model tidak layak digunakan.

Hasil yang kurang baik ini perlu dimodifikasi dengan petunjuk *modification indices*. Hasil evaluasi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa GFI, RMSEA, dan CFI menunjukkan model baik. Berdasarkan prinsip *parsimony*, yang berarti apabila beberapa kriteria memenuhi nilai kritis yang ditetapkan, maka model dikatakan fit, dan model dapat digunakan.

Hasil analisis faktor konfirmatori melalui SEM selengkapnya digunakan untuk menganalisis masing-masing indikator variabel dan hubungan antar variabel dalam penelitian ini.

### Indikator Pengukur Keputusan Pendanaan

Ketiga indikator pengukur keputusan pendanaan jangka pendek hasilnya menunjukkan bahwa:  $Y_1$  (QR) dan  $Y_2$  (NWC) berpengaruh positif signifikan sedangkan  $Y_3$  (LST) berpengaruh negatif signifikan berarti bahwa ketiga indikator yaitu  $Y_1$  (QR);  $Y_2$  (NWC) dan  $Y_3$  (LST) dapat digunakan sebagai pengukur keputusan pendanaan jangka pendek.

Ketiga indikator pengukur keputusan pendanaan jangka menengah hasilnya menunjukkan bahwa:  $Y_4$  (LMT) berpengaruh positif tidak signifikan sedangkan  $Y_5$  (AUMT) dan  $Y_6$  (PMT) keduanya berpengaruh positif signifikan, sehingga yang dapat digunakan sebagai pengukur keputusan pendanaan jangka menengah adalah  $Y_5$  dan  $Y_6$ .

Keempat indikator pengukur pendanaan jangka panjang hasilnya menunjukkan bahwa:  $Y_7$  (PLT),  $Y_9$  (AULT) dan  $Y_{10}$  (DPR) berpengaruh positif signifikan sedangkan  $Y_8$  (LLT) berpengaruh negatif signifikan, sehingga keempat indikator

dapat digunakan sebagai pengukur keputusan pendanaan jangka panjang.

### Indikator Pengukur Faktor Ekstern

Hasil pengujian ketiga indikator pengukur faktor ekstern menunjukkan bahwa  $X_1$  (I),  $X_2$  (K) dan  $X_3$  (If) berpengaruh positif signifikan, berarti ketiga indikator dapat digunakan sebagai pengukur faktor ekstern.

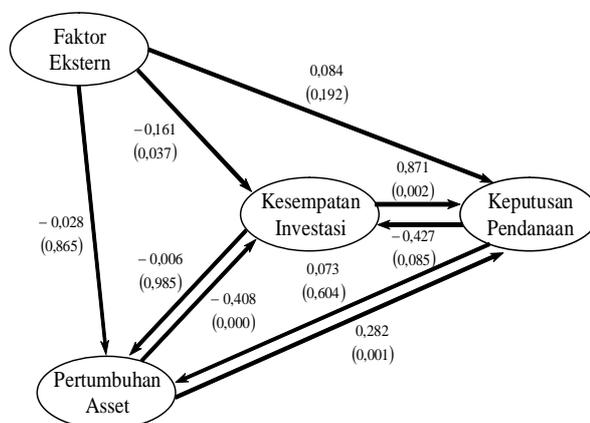
### Indikator Pengukur Pertumbuhan Aset

$X_4$  (CA.G) berpengaruh positif tidak signifikan,  $X_5$  (NFA.G) berpengaruh positif signifikan sehingga  $X_5$  dapat digunakan sebagai indikator pengukur pertumbuhan aset.

### Indikator Pengukur Kesempatan Investasi

Hasil pengujian ketiga indikator dapat digunakan sebagai pengukur kesempatan investasi,  $X_6$  (IOS.P) dan  $X_8$  (IOS.V) berpengaruh positif signifikan sedangkan  $X_7$  (IOS.I) berpengaruh negatif signifikan.

### Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Ekstern, Kesempatan Investasi Dan Pertumbuhan Aset Terhadap Keputusan Pendanaan Pada Saat Krisis



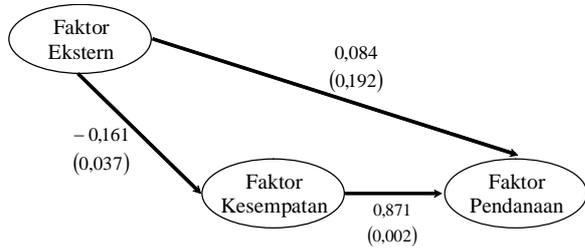
Keterangan:

- Angka cetak tebal koefisien path standardize
- Angka dalam tanda kurung *p value*

**Gambar .3. Pengaruh langsung dan tidak langsung faktor ekstern, kesempatan investasi dan pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan perusahaan dalam kondisi krisis.**

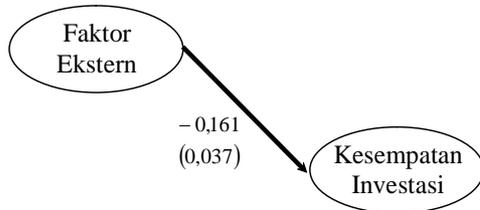
Gambar tersebut menunjukkan bahwa : 1) Faktor ekstern tidak berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan karena taraf signifikan  $0,192 < 0,05$ ; namun berpengaruh tidak langsung negatif signifikan dengan taraf signifikan  $<$

0,05 dan koefisien jalur  $-0,140$  dapat dilihat pada gambar 3.a.



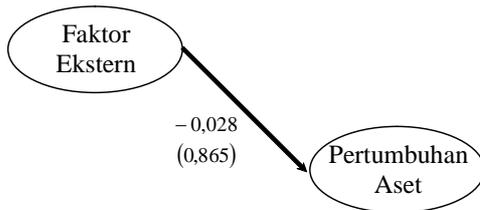
Gambar 3a. Pengaruh langsung faktor ekstern terhadap keputusan pendanaan dan pengaruh tidak langsung melalui kesempatan investasi pada saat krisis.

2) Faktor ekstern berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap kesempatan investasi taraf signifikan  $0,037 < 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,161$  dapat dilihat pada gambar 3a.



Gambar 3b. Pengaruh langsung faktor ekstern terhadap kesempatan investasi pada saat krisis.

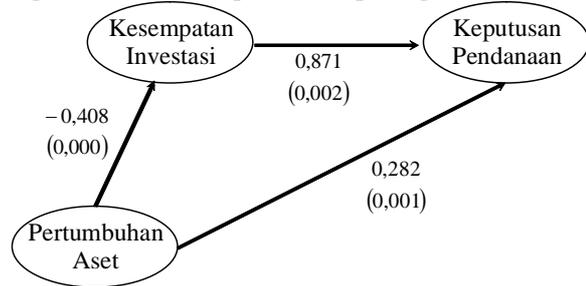
3) Faktor ekstern tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset, karena taraf signifikan  $0,865 > 0,005$  dan koefisien jalur  $-0,028$  dapat dilihat pada gambar 3.c.



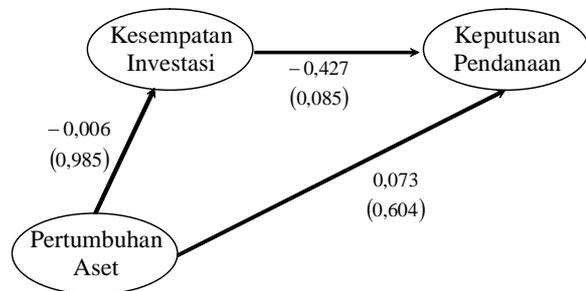
Gambar 3c. Pengaruh langsung faktor ekstern terhadap pertumbuhan aset pada saat krisis.

4) Pertumbuhan aset berpengaruh langsung positif signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan taraf signifikan  $0,001 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,282$ ; sedangkan pengaruh tidak langsung pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi adalah negatif signifikan dengan taraf signifikan  $> 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,355$  dapat dikatakan bahwa pengaruh tidak langsung lebih besar daripada pengaruh langsung, seperti tampak pada gambar 3.d.. (5) Keputusan pendanaan tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset, karena taraf signifikan  $0,604 > 0,05$  dan koefisien jalur  $+ 0,073$

dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi juga tidak berpengaruh karena taraf signifikan  $> 0,05$  dapat dilihat pada gambar 3.e.



Gambar 3d. Pengaruh langsung pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan dan pengaruh tidak langsung melalui kesempatan investasi pada saat krisis.



Gambar 3e. Pengaruh langsung keputusan pendanaan terhadap pertumbuhan aset dan pengaruh tidak langsung melalui kesempatan investasi pada saat krisis.

Efek Langsung (*Direct Effect*), Efek Tidak Langsung (*Indirect Effects*) Dan Efek Total (*Total Effects*) Pada Saat Krisis

Tabel 4. *Direct Effect (DE), Indirect Effect (IE), Total Effect (TE)*

Pengaruh		Bobot DE	Bobot IE	Bobot TE
Faktor Ekstern	→ Pendanaan	0,084	-0,123	-0,039
Faktor Ekstern	→ Kesempatan Investasi	-0,161	0,029	-0,132
Faktor Ekstern	→ Pertumbuhan Aset	-0,028	-0,002	-0,030
Pendanaan	→ Kesempatan Investasi	-0,427	0,095	-0,332
Pendanaan	→ Pertumbuhan Aset	0,073	-0,018	0,055
Kesempatan Investasi	→ Pendanaan	0,871	-0,239	0,633
Kesempatan Investasi	→ Pertumbuhan Aset	-0,006	0,048	0,042
Pertumbuhan Aset	→ Pendanaan	0,282	-0,335	-0,053
Pertumbuhan Aset	→ Kesempatan Investasi	-0,408	0,023	-0,384

Tabel tersebut menunjukkan bahwa hubungan pengaruh antara variabel laten untuk *direct effect* terbesar adalah pengaruh kesempatan investasi terhadap pendanaan dengan bobot 0,871; *indirect*

effect terbesar adalah pengaruh negatif pertumbuhan aset terhadap pendanaan dengan bobot -0,335; namun bobot terbesar untuk *total effect* adalah pengaruh kesempatan investasi terhadap pendanaan dengan bobot 0,633.

Pengujian hipotesis lima sampai dengan sembilan ditunjukkan dengan struktur hubungan pengaruh dan diperjelas mengenai pengaruh masing-masing variabel tersebut dalam tabel 5 berikut ini:

**Tabel 5. Koefisien Jalur Antar Variabel dalam Kondisi Sebelum Krisis**

Pengaruh	Koefisien Jalur	Prob	Keterangan
Kesempatan Investasi → Faktor Ekstern	-0,161	0,037	S
Pendanaan → Faktor Ekstern	0,084	0,192	TS
Pertumbuhan Aset → Faktor Ekstern	-0,028	0,865	TS
Pertumbuhan Aset → Pendanaan	0,073	0,604	TS
Pendanaan → Pertumbuhan Aset	0,282	0,001	S
Kesempatan Investasi → Pendanaan	-0,427	0,085	TS
Kesempatan Investasi → Pertumbuhan Aset	-0,408	0,000	S
Pertumbuhan Aset → Kesempatan Investasi	-0,006	0,985	TS
Pendanaan → Kesempatan Investasi	0,871	0,002	S

Tabel tersebut menunjukkan bahwa faktor ekstern berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kesempatan investasi, namun berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap pertumbuhan aset dan pengaruh positif tidak signifikan terhadap keputusan pendanaan. Pengaruh pendanaan terhadap pertumbuhan aset adalah positif tidak signifikan. Pengaruh pendanaan terhadap kesempatan investasi adalah negatif tidak signifikan dan pengaruh pertumbuhan aset terhadap kesempatan investasi adalah negatif signifikan. Pengaruh kesempatan investasi terhadap pertumbuhan aset adalah negatif tidak signifikan dan pengaruh kesempatan investasi terhadap pendanaan adalah positif signifikan.

Berdasarkan Tabel 5, menunjukkan bahwa hipotesis lima yaitu faktor ekstern berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan tidak terbukti karena taraf signifikan  $0,192 < 0,05$ ; namun pengaruh tidak langsung faktor ekstern terhadap keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi adalah terbukti dengan taraf signifikan  $< 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,140$ ; sehingga pengaruhnya adalah negatif signifikan.

Hipotesis enam yang menyatakan bahwa faktor ekstern berpengaruh secara langsung terhadap kesempatan investasi adalah terbukti dengan taraf signifikan  $0,037 < 0,05$  dan koefisien

jalur  $-0,161$ ; pengaruhnya adalah negatif signifikan.

Hipotesis tujuh tidak terbukti bahwa faktor ekstern tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset karena taraf signifikan  $0,865 > 0,05$ .

Hipotesis delapan terbukti bahwa pertumbuhan aset berpengaruh langsung positif signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan taraf signifikan  $0,001 < 0,05$  dan koefisien jalur  $+0,282$ ; sedangkan pengaruh tidak langsungnya melalui kesempatan investasi adalah negatif signifikan dengan taraf signifikan  $< 0,05$  dan koefisien jalur  $-0,355$ .

Hipotesis sembilan tidak terbukti bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset karena taraf signifikan  $0,604 > 0,05$  dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi juga tidak berpengaruh karena taraf signifikansi  $> 0,05$ .

### Analisis Model Struktural Pembahasan Indikator Masing-Masing Variabel Keputusan Pendanaan pada Sebelum dan Saat Krisis

Ketiga indikator keputusan pendanaan jangka pendek yaitu  $Y_1$  (QR),  $Y_2$  (NWC) dan  $Y_3$  (LST) pada sebelum dan saat krisis berpengaruh secara signifikan, namun  $Y_1$  (QR) dan  $Y_2$  (NWC) berpengaruh positif dan  $Y_3$  (LST) berpengaruh negatif artinya semakin besar LST, maka perusahaan semakin hati-hati didalam mengambil keputusan pendanaan jangka pendeknya dan faktor bobot terbesar baik pada sebelum maupun saat krisis adalah  $Y_2$  (NWC), kemudian  $Y_3$  (LST). Hal ini konsisten dengan hasil pengujian analisis diskriminal, dapat dilihat pada matrik hasil pengujian indikator masing-masing variabel.

Dari ketiga indikator keputusan pendanaan jangka menengah  $Y_5$  (AUMT) dan  $Y_6$  (PMT) berpengaruh positif signifikan, baik pada sebelum dan saat krisis, sedangkan  $Y_4$  (LMT) pada sebelum krisis berpengaruh negatif signifikan artinya bahwa bila LMT meningkat diharapkan perusahaan tidak menambah pendanaan jangka menengah, namun pada saat krisis berpengaruh positif tidak signifikan karena bersifat off balance sheet. Pada sebelum krisis bobot terbesar adalah  $Y_5$  (AUMT) dengan bobot 0,907; kemudian  $Y_4$  (LMT) dengan bobot  $-0,389$  dan  $Y_6$  (PMT) dengan bobot 0,224; hal ini berarti bahwa pemanfaatan aset yang dananya diperoleh dari pendanaan jangka menengah merupakan indikator yang paling menentukan dan pada saat krisis bobot terbesar adalah  $Y_6$  (PMT) dan berpengaruh positif, berarti bahwa semakin perusahaan mampu menghasilkan profit, perusahaan

semakin berani menambah pendanaan jangka menengahnya.

Dari keempat indikator keputusan pendanaan jangka panjang pada sebelum krisis menunjukkan bahwa  $Y_8$  (LT),  $Y_9$  (AULT) dan  $Y_{10}$  (DPR) berpengaruh positif signifikan dengan bobot terbesar adalah  $Y_8$  (LLT) berpengaruh negatif dan bobot terbesar adalah  $Y_8$  (LLT) dengan demikian, maka  $Y_8$  (LLT) paling berpengaruh.

Berdasarkan uraian tersebut, di atas dapat dijelaskan sebagai berikut: 1) Berikut keputusan pendanaan jangka pendek, QR dan NWC baik sebelum dan saat krisis berpengaruh positif artinya bila QR dan NWC meningkat, maka perusahaan harus semakin mengurangi pendanaan jangka pendeknya. 2) Pada sebelum krisis AUMT dan PMT berpengaruh positif dan bobot terbesar adalah pada pemanfaatan aset (AUMT) artinya semakin bermanfaat asetnya perusahaan dan profit semakin meningkat, maka perusahaan dapat meningkatkan pendanaan jangka menengah. Sedangkan LMT berpengaruh negatif artinya semakin meningkat LMT, maka perusahaan harus menurunkan pendanaan jangka menengahnya. Pada kondisi krisis yang paling menentukan adalah kemampuan perusahaan menghasilkan profit (PMT). 2) Keputusan pendanaan jangka panjang pada sebelum krisis indikator yang paling berpengaruh adalah LLT dan berpengaruh positif, artinya semakin tinggi LLT berarti perusahaan harus makin menambah pendanaan jangka panjangnya yang bersumber dari selain leverage (hutang) dapat bersumber dari menahan laba atau penerbitan saham baru, sedangkan dalam kondisi krisis LLT paling berpengaruh, namun berpengaruh negatif artinya semakin tinggi LLT, maka perusahaan semakin kesulitan untuk menambah pendanaan jangka panjangnya karena perusahaan mengalami penurunan profit dan menanggung beban bunga yang tinggi.

### **Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Ekstern, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Aset Terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan Manufaktur pada Sebelum dan Saat Krisis**

$H_5$  adalah faktor ekstern berpengaruh secara langsung terhadap keputusan pendanaan dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi diuji untuk sebelum krisis dan saat krisis.

Hasilnya menunjukkan bahwa pada sebelum krisis pengaruh langsung maupun tidak langsung terbukti namun untuk saat krisis pengaruh langsung tidak terbukti, sehingga tidak mendukung pendapat Damodaran (1997). Berdasarkan matrik pengujian hipotesis dapat dibuktikan bahwa pada sebelum krisis faktor ekstern mempengaruhi keputusan pendanaan, faktor ekstern

mempengaruhi kesempatan investasi dan kesempatan investasi mempengaruhi keputusan pendanaan, sehingga secara tidak langsung faktor ekstern mempengaruhi keputusan pendanaan melalui kesempatan investasi. Namun pada saat krisis faktor ekstern tidak mempengaruhi keputusan pendanaan secara langsung, hal ini berarti bahwa pada sebelum krisis apabila perusahaan akan memutuskan pendanaannya apakah jangka pendek, jangka menengah atau jangka panjang, hanya faktor ekstern saja yang diperhatikan baik tingkat bunga, kurs maupun inflasi dan melihat pula apakah ada kesempatan investasi. Pada saat krisis perusahaan tidak hanya melihat faktor ekstern saja karena tingginya tingkat bunga, inflasi dan kurs tetapi ada atau tidak kesempatan investasi, bila tidak ada kesempatan investasi, perusahaan tidak mengambil keputusan pendanaan baik jangka pendek, jangka menengah maupun jangka panjang.

$H_6$  yaitu faktor ekstern secara langsung mempengaruhi kesempatan investasi adalah terbukti baik pada sebelum krisis maupun saat krisis. Pengaruhnya negatif dalam arti bahwa semakin tinggi tingkat suku bunga, kurs dan inflasi maka perusahaan semakin tidak ada kesempatan untuk investasi baik IOS.P, IOS.I maupun IOS.V, hal ini merupakan temuan penelitian karena belum ada penelitian sebelumnya.

$H_7$  yaitu faktor ekstern secara langsung mempengaruhi pertumbuhan aset pada sebelum krisis terbukti, namun pada saat krisis tidak terbukti, hal ini juga merupakan temuan penelitian karena belum diteliti sebelumnya. Pengaruh faktor ekstern terhadap pertumbuhan aset adalah negatif, artinya semakin tinggi faktor ekstern yang diukur dengan indikator tingkat bunga, inflasi dan kurs, maka pertumbuhan aset perusahaan semakin rendah.

$H_8$  yaitu pertumbuhan aset secara langsung mempengaruhi keputusan pendanaan dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi.

Pada sebelum krisis pengaruh langsung terbukti, namun pengaruh tidak langsung tidak terbukti, sedangkan pada saat krisis baik pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung adalah terbukti, sehingga mendukung pendapat Tettet. Pengaruh langsungnya adalah positif baik pada sebelum dan saat krisis artinya semakin tinggi pertumbuhan aset perusahaan semakin berani mengambil keputusan pendanaan terbukti, karena untuk memutuskan pendanaan, perusahaan tidak melihat kesempatan investasi, karena dana murah, kurs rendah, inflasi rendah, namun pada saat krisis, perusahaan perlu mempertimbangkan ada atau tidak kesempatan investasi, artinya bila ada kesempatan investasi, dan pertumbuhan aset

masih rendah maka perusahaan berani mengambil keputusan pendanaan.

H<sub>9</sub> yaitu keputusan pendanaan berpengaruh secara langsung terhadap pertumbuhan aset dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi.

Pada sebelum krisis baik pengaruh langsung maupun tidak langsung terbukti, namun pada saat krisis pengaruh langsung dan tidak langsung adalah tidak terbukti, artinya bahwa pada sebelum krisis perusahaan dapat memutuskan pendanaannya lebih dulu, karena faktor eksterennya mendukung baik tingkat bunga, inflasi maupun kurs masih rendah baru melihat kepada kesempatan investasi dan kemudian pertumbuhan asetnya. Namun pada saat krisis perusahaan tidak dapat melakukan hal tersebut karena faktor eksterennya tidak mendukung dalam arti tingkat bunga, inflasi dan kurs tinggi, yang dilakukan perusahaan adalah melihat pertumbuhan asetnya, kemudian kesempatan investasi dan baru berani mengambil keputusan pendanaan seperti pengujian hipotesis ke delapan. Hal ini merupakan temuan penelitian karena sebelumnya belum diteliti.

#### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Hasil penelitian menunjukkan: 1) Variabel keputusan pendanaan jangka pendek, jangka menengah, dan jangka panjang, faktor ekstern, pertumbuhan aset dan kesempatan investasi pada perusahaan manufaktur adalah berbeda pada sebelum krisis dan saat krisis. 2) Model penelitian pengaruh langsung dan tidak langsung faktor ekstern, kesempatan investasi dan pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan adalah layak digunakan. 3) Hasil pengujian indikator masing-masing variabel laten menunjukkan bahwa: a) Pada sebelum dan saat krisis indikator keputusan pendanaan jangka pendek yaitu QR dan NWC berpengaruh positif signifikan, sedangkan LST berpengaruh negatif signifikan, dan yang paling besar pengaruh baik pada sebelum maupun pada saat krisis adalah NWC, b) Pada sebelum dan saat krisis indikator keputusan pendanaan jangka menengah yaitu AUMT dan PMT berpengaruh positif signifikan sedangkan LMT pada sebelum krisis berpengaruh negatif signifikan. Namun pada saat krisis tidak berpengaruh, dan indikator yang paling besar pengaruhnya adalah AUMT pada sebelum krisis dan pada saat krisis adalah PMT, c) Pada sebelum krisis indikator keputusan pendanaan jangka panjang yaitu LLT, AULT dan DPR berpengaruh positif signifikan sedangkan PLT tidak berpengaruh. Pada saat krisis semua indikator adalah berpengaruh positif signifikan kecuali LLT berpengaruh negatif signifikan, dan indikator yang besar pengaruhnya pada sebelum dan saat krisis adalah LLT, d) Sebelum krisis indikator faktor ekstern yaitu K dan If berpenga-

ruh positif signifikan sedangkan I tidak berpengaruh. Pada saat krisis ketiganya berpengaruh positif signifikan. Dan indikator yang paling besar adalah inflasi, e) Indikator pertumbuhan aset yang paling besar pengaruhnya pada sebelum dan saat krisis adalah NFAG dan berpengaruh positif, f) Indikator kesempatan investasi yang paling besar pengaruhnya pada sebelum dan saat krisis ialah IOS.V dan berpengaruh positif. 4) Pengaruh langsung dan tidak langsung faktor ekstern terhadap keputusan pendanaan, yaitu: a) Sebelum krisis: faktor ekstern berpengaruh langsung positif signifikan terhadap keputusan pendanaan dan berpengaruh tidak langsung negatif signifikan melalui kesempatan investasi dan b) Saat krisis: faktor ekstern berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan, namun pengaruh tidak langsung negatif signifikan melalui kesempatan investasi. 5) Pengaruh langsung faktor ekstern terhadap kesempatan investasi. Sebelum krisis dan saat krisis faktor ekstern berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap kesempatan investasi. 6) Pengaruh langsung faktor ekstern terhadap pertumbuhan aset, yaitu: a) Sebelum krisis: faktor ekstern berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap pertumbuhan aset dan b) saat krisis: faktor ekstern tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset. 7) Pengaruh langsung dan tidak langsung pertumbuhan aset terhadap keputusan pendanaan, yaitu: a) Sebelum krisis: pertumbuhan aset berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan, namun tidak berpengaruh langsung melalui kesempatan investasi dan b) Saat krisis: pertumbuhan aset berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan dan berpengaruh tidak langsung negatif signifikan melalui kesempatan investasi. 8) Pengaruh langsung dan tidak langsung keputusan pendanaan terhadap pertumbuhan aset, yaitu: a) Sebelum krisis: keputusan pendanaan berpengaruh langsung positif signifikan terhadap pertumbuhan aset dan berpengaruh tidak langsung negatif signifikan melalui kesempatan investasi dan b) Saat krisis: keputusan pendanaan tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset dan secara langsung tidak berpengaruh melalui kesempatan investasi.

#### **KESIMPULAN**

Pada sebelum krisis faktor ekstern berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan perusahaan manufaktur dan tidak langsung melalui kesempatan investasi namun pada saat krisis faktor ekstern tidak berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan tetapi harus melalui kesempatan investasi artinya perusahaan manufaktur perlu mempertimbangkan faktor ekstern kemudian melihat apakah ada kesempatan investasi, baru memutuskan pendanaan, bila tidak ada

kesempatan investasi, maka perusahaan manufaktur tidak mengambil keputusan pendanaannya.

Faktor ekstern berpengaruh langsung terhadap kesempatan investasi pada sebelum dan saat krisis, artinya bahwa perusahaan manufaktur mempertimbangkan I, K dan If bila akan investasi.

Faktor ekstern juga berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan aset pada sebelum krisis, namun pada saat krisis tidak berpengaruh.

Pada sebelum krisis pertumbuhan aset berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan, namun secara tidak langsung tidak berpengaruh artinya bila akan memutuskan pendanaan, perusahaan hanya melihat pada pertumbuhan aset saja, sedangkan pada saat krisis tidak demikian, pertumbuhan aset berpengaruh langsung terhadap keputusan pendanaan dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi.

Keputusan pendanaan berpengaruh secara langsung terhadap pertumbuhan aset dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi pada sebelum krisis, namun pada saat krisis keputusan pendanaan tidak berpengaruh secara langsung terhadap pertumbuhan aset dan secara tidak langsung melalui kesempatan investasi.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Damodaran, Aswath, 1997. *Corporate Finance, Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc, New York.
- Fijrianti, Tettet, 2000. "Analisis Korelasi Pokok IOS Dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen", Simposium Nasional Akuntansi III, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik, Jakarta.
- Henderson, Calun. 1998, *Asia Falling*, McGraw Hill, Singapore.
- Indonesian Capital Market Directory, Annual Report, Bursa Efek Jakarta 1997.
- Indonesian Capital Market Directory, Annual Report, Bursa Efek Jakarta 2000.
- Indonesian Capital Market Directory, Annual Report, Bursa Efek Jakarta 2001.
- \_\_\_\_\_, 2001, Institute for Economic and Financial
- Jogiyanto Hartono, 2002, "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set and Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan", Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik, Semarang.
- Sharpie, Alan., 1991, *Modern Corporate Finance*, Third Edition, Macmillan Publishing Company, New York.
- Smith Jr., Clifford W. dan Ross L, Watts, 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 No. 11.
- Vogt, 1997, "Cash Flow and Capital Spending = Evidence From Capital Expenditure Announcements", *Financial Management*.
- World Bank, 1993, *The East Asian Miracle Economic Growth And Public Policy*, Oxford: University Press.
- \_\_\_\_\_, 1996, *Social Indicators Of Development*, Oxford: University Press, New York.
- World Economic Outlook, 1999, *Prospect And The Developing Countries* Beyond Financial Crisis, Washington DC.