

Implikasi Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan Sektor *Real Estate and Property* di Bursa Efek Indonesia: Faktor Risiko dan Rasio Likuiditas sebagai Variabel Intervening

Yuliani¹

Abstract

The study aims to describe and analyze the investment decision direct effect on firm value, to measure and analyze risk factors as intervening variables effect the investment decisions on firm value, and measure and analyze the liquidity ratio as an intervening variable effect investment decisions on firm value. The research was conducted in the real estate and property sector in Indonesia Stock Exchange (IDX) with the observation period 2007-2011. The sampling method is saturated. The unit of analysis as many as 85 cases by using Structural Equation Modeling (SEM) based on variance, using SmartPLS Ver 2.0 M3. Research findings that investment decisions significant and positive direct effect on firm value. Risk factors as partial mediation with a negative coefficient as the effect of investment decisions on firm value. Liquidity ratios and significant role as a negative influence investment decisions on firm value with the variable role is partial mediation.

Keywords: Investment Decision, Risk Factors, Liquidity Ratio, Firm Value.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan dan menganalisis pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, kemudian mengukur dan menganalisis faktor risiko sebagai variabel intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan serta mengukur dan menganalisis rasio likuiditas sebagai variabel intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Penelitian dilakukan pada sektor *real estate and property* di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan 2007-2011. Metode pengambilan sampel adalah jenuh. Unit analisis sebanyak 85 kasus dengan menggunakan *Structural Equation Modelling* (SEM) berbasis *variance* yaitu SmartPLS Ver 2.0 M3. Temuan penelitian bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Faktor risiko berperan sebagai *partial mediation* dengan koefisien negatif sebagai pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Rasio likuiditas berperan signifikan dan negatif sebagai pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan sifat variabel adalah *partial mediation*.

Kata Kunci: Keputusan Investasi, Faktor Risiko, Rasio Likuiditas, Nilai Perusahaan.

PENDAHULUAN

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu

¹ Staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya; menyelesaikan pendidikan S1 FE-Unsri Tahun 1999; pendidikan S2 Program Magister Manajemen Universitas Sriwijaya Tahun 2007; pendidikan S3 Universitas Brawijaya Tahun 2013. Alamat kontak: Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya, Jl. Raya Prabumulih Zona A, Inderalaya-OI-Palembang-Sumatera Selatan.

Telp.: (0711) 580964, 580321; Fax.: (0711) 580964; Email: yuliasyapril@yahoo.com.

memaksimalkan kemakmuran pemegang saham hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola, diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan, yang berarti menaikkan kemakmuran pemegang saham. Dengan kata lain, bila dalam berinvestasi perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, maka perusahaan akan memperoleh kepercayaan dari calon investor untuk membeli sahamnya. Dengan demikian, semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan.

Fokus analisis dalam keputusan investasi terdiri dari tiga aspek yaitu: 1) Aspek likuiditas; 2) Aspek kesempatan investasi dan 3) Aspek *financial constraint*. Aspek likuiditas berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam melunasi semua kewajiban yang segera jatuh tempo atau termasuk dalam kategori kewajiban jangka pendek. Aspek kesempatan investasi menyangkut bagaimana perusahaan mengkombinasikan *asset in place* dan memutuskan berbagai pilihan investasi di masa yang akan datang. Sedangkan aspek *financial constraint* (hambatan pendanaan) berkaitan dengan keterbatasan perusahaan dalam mendapatkan modal dari sumber-sumber pendanaan yang tersedia untuk berinvestasi. Kaplan & Zingales (1997) menyatakan bahwa *financial constraint* terjadi bila perusahaan menghadapi perbedaan antara biaya modal dengan pendanaan eksternal.

Keputusan investasi yang tepat diharapkan dapat memberikan pertumbuhan positif baik untuk perusahaan maupun investor. Bagi investor pertumbuhan positif merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan dapat memberikan *return* optimal di masa yang akan datang. Artinya jika perusahaan memperoleh pertumbuhan positif menunjukkan adanya kesempatan investasi bagi perusahaan untuk menentukan berbagai pilihan-pilihan investasi. Semakin besar kesempatan investasi maka manajer berusaha untuk mengambil kesempatan-kesempatan tersebut dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham

Keputusan investasi dibuat berkaitan dengan jenis produk dan jasa yang diproduksi, bagaimana cara untuk pendistribusiannya. Keputusan ini akan nampak pada sisi kiri neraca dalam bentuk aktiva yang dimiliki perusahaan baik *current assets* maupun *fixed assets* atau dikenal dengan struktur kekayaan. Tentunya manajer keuangan akan memilih investasi yang *rate of return* paling tinggi. Tujuan keputusan investasi perusahaan diartikan bahwa kekayaan perusahaan dapat ditingkatkan jika keputusan adalah memaksimalkan *Net Present Value* (NPV) karena NPV positif mencerminkan kekayaan riil perusahaan sehingga perusahaan sudah memperhatikan nilai waktu uang (Husnan & Pudjiastuti, 2002: 209).

Penelitian empirik pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan hasilnya masih belum konsisten. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan ditemui pada penelitian Fama (1997); MacKay (2005); Hasnawati (2005a, 2005b); Hossain *et al.* (2005); Yoon & Starks (1995); Nopratiwi (2004); Hidayat (2010); Akhtaruddin & Hossain (2008); Efni (2011). Tetapi penelitian lain seperti yang dilakukan Kallapur & Trombley (1999); Suharli (1997) dan Bernadi (2008) menemukan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa adanya sejumlah investasi yang akan mendapat surplus jika perusahaan mampu membuat keputusan investasi yang tepat. Surplus yang diperoleh akan

memberikan kontribusi terhadap *cash inflow*, kemudian diakumulasikan pada peningkatan profit perusahaan. Sebaliknya jika keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa perusahaan memiliki defisit atas sejumlah investasi yang dilakukan sehingga akan mengurangi ekuitas dan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Berinvestasi pada sektor *real estate and property* harus mempertimbangkan dua hal yaitu pendapatan yang diterima (*return*) dari investasi dan risiko yang ditanggung akibat berinvestasi pada sektor tersebut. Investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi dari investasi yang dilakukannya dibandingkan risiko yang akan ditanggungnya. *Return* yang tinggi berdampak pada kinerja perusahaan sehingga memengaruhi harga saham perusahaan. Setiap keputusan investasi yang diambil perusahaan berdampak pada risiko yang pada akhirnya dapat memengaruhi nilai perusahaan. Pengertian risiko sendiri merupakan penyimpangan hasil (*return*) yang diperoleh dari rencana hasil (*return*) yang diharapkan. Tidak tercapainya hasil yang diharapkan berarti terjadi penyimpangan hasil yang diperoleh dibandingkan dengan hasil yang direncanakan. Risiko ini terjadi karena keadaan waktu datang penuh dengan ketidakpastian (*uncertainty*).

Penelitian mengenai faktor risiko terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Namun, penelitian tentang risiko sebagai dampak dari keputusan investasi masih relatif sedikit. Penelitian yang dilakukan Wasnieski (2008) menemukan bahwa menggunakan indikator risiko pasar, risiko operasional dan risiko kredit sebagai replikasi dari faktor risiko ditemukan hubungan negatif dengan nilai perusahaan untuk jangka panjang. Efni (2011) menyimpulkan bahwa faktor risiko dapat menurunkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan. Berbeda dengan Mas'ud (2013) menyimpulkan bahwa risiko kredit tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Penjelasan terhadap hasil penelitian ini dikarenakan peningkatan kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return On Average Assets* (ROAA) tidak ditentukan oleh penurunan risiko kredit yang semakin rendah, tetapi lebih ditentukan oleh meningkatnya efektivitas penggunaan aset (*assets utilization*) dan efisiensi profit. Perusahaan dalam kegiatan usahanya akan semakin berjalan dengan efektif dan efisien saat kondisi yang likuid. Faktor likuiditas menjadi penting dalam pengelolaan dana perusahaan. Saat perusahaan membuat keputusan investasi adalah perusahaan yang tidak mengalami *financial constraints*. Oleh sebab itu, penting bagi perusahaan untuk menjaga likuiditas.

Hasil penelusuran kajian empirik implikasi keputusan investasi terhadap nilai perusahaan yang masih belum konsisten maka ada celah yang dapat dikembangkan dengan menempatkan variabel faktor risiko dan rasio likuiditas sebagai variabel yang memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Alasan penempatan faktor risiko sebagai mediasi dengan alur pikir bahwa keputusan investasi yang dilakukan perusahaan akan menghadapi faktor risiko sebagai kondisi yang *uncertainty* sehingga perlu dipikirkan dengan tepat saat setelah pengambilan keputusan investasi. Semakin baik perusahaan mempertimbangkan faktor risiko maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah keputusan investasi dilakukan. Sedangkan rasio likuiditas sebagai mediasi dengan alur pemikiran bahwa dengan likuiditas yang tinggi, perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi lebih besar pada pengeluaran modal (*capital expenditure*) yaitu investasi pada aktiva tetap seperti tanah atau properti, bangunan, dan peralatan.

Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan penelitian ini meliputi: 1) apakah keputusan investasi secara langsung berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? 2) apakah faktor risiko sebagai variabel intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan? 3) apakah rasio likuiditas sebagai variabel intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan?. Tujuan penelitian ini adalah 1) menjelaskan dan menganalisis pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, 2) mengukur dan menganalisis faktor risiko sebagai variabel intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dan 3) mengukur dan menganalisis rasio likuiditas sebagai variabel intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Konsep Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva yang dikelola perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan dimasa-masa yang akan datang. Menurut Damodaran (2006) telah mengemukakan bahwa prinsip investasi adalah berinvestasi pada asset dan proyek dimana tingkat keuntungan pengembalian lebih besar daripada tingkat bunga minimum yang diterima. Tingkat *hurdle rate* yang tinggi untuk proyek berisiko tinggi dan mencerminkan pendanaan campuran yang digunakan yaitu, ekuitas dan hutang. *Return* dari proyek diukur berdasarkan waktu dan *cash flow* yang dihasilkan dimana keduanya berdampak positif dan negatif terhadap proyek tersebut.

Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan, yang artinya menaikkan kemakmuran pemegang saham. Pengukuran keputusan investasi dalam studi terdahulu seperti Smith & Watts (1992); Gaver & Gaver (1995); Kallapur & Trombley (1999) membuat empat klasifikasi yaitu:

1. Berbasis harga (*price based proxies*);

Proksi ini berdasarkan perbedaan antara *assets* dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, proksi ini sangat tergantung pada harga saham sebagai manifestasi dari nilai perusahaan. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki harga saham relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan *asset* yang dimiliki. Proksi berbasis harga tercermin dari tingginya rasio yang berhubungan dengan harga saham dan *asset* yang dimiliki. Semakin tinggi harga saham berarti akan semakin tinggi dan akan semakin rendah *asset* yang dimiliki perusahaan. Proksi berbasis harga adalah: *Market value of equity plus book value of debt*, *Ratio of book to market value of asset*, *Ratio of book to market value of equity*, *Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value*, *Ratio of replacement value of assets to market value*, *Ratio of depreciation expense to value* dan *Earning Price ratio*

2. Berbasis investasi (*investment based proxies*)

Proksi ini berdasarkan pada tingkat aktivitas investasi terhadap hasil operasi perusahaan. Semakin tinggi tingkat aktivitas investasi mencerminkan semakin luasnya kesempatan investasi dan semakin meningkat hasil operasi perusahaan. Hasil operasi perusahaan tampak pada kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dalam suatu periode tertentu. Laba usaha yang tinggi mencerminkan kemampuan yang dihasilkan dengan sejumlah *assets* yang

dimiliki. Proksi berbasis investasi terdiri dari: *Ratio R&D expense to firm value*, *Ratio of R&D expense to total assets*, *Ratio of R&D expense to sales*, *Ratio of capital addition to firm value*, dan *Ratio of capital addition to asset book value*

3. Berbasis varian (*variance measure*)

Proksi berbasis varian mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan dasar pada peningkatan asset. Untuk proksi varians beberapa peneliti keuangan menggunakan *total return* atau ada juga yang mengukur dengan *market model beta*. Varian *total return* pada perhitungannya mendasarkan pada perkembangan harga saham yang dihitung berdasarkan tahun dasar.

4. Berbasis ukuran-ukuran gabungan (*composite measures*)

Proksi ini dilakukan sebagai upaya untuk meminimalkan *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual. Berbagai alternatif proksi gabungan dapat dilakukan dengan cara:

a. Analisis Sensitivitas

Analisis ini dilakukan dengan cara mensubstitusikan setiap proksi satu per satu ke dalam model untuk mendapatkan satu proksi terbaik.

b. *Common Factor Analysis* (CFA)

CFA digunakan untuk memperoleh *factor score* sebagai indeks umum untuk pengukuran keputusan investasi.

c. *Structural Equation Model* (SEM)

SEM dilakukan dengan mengkombinasikan proksi individual pada masing-masing klasifikasi karena besaran keputusan investasi tidak dapat diobservasi secara langsung (laten). Variabel-variabel terukur dari proksi ini digabung menjadi satu variabel laten menggunakan SEM dengan pendekatan CFA akan diperoleh proksi dominan yang menjadi manifestasi dari variabel laten keputusan investasi.

Penelitian Fama & French (1997) menunjukkan bahwa investasi mempunyai korelasi kuat terhadap variabel dividen, *earning*, *Research and Development* (R&D) dan hutang. Penelitian ini menemukan bahwa perubahan dividen mengakibatkan perubahan harga saham di pasar dan adanya hubungan negatif antara hutang dan nilai perusahaan dimana variabel dividen, *earning*, R&D adalah variabel kontrol. Objek penelitian di Indonesia dilakukan oleh Hasnawati (2005); Hidayat (2010) dan Efni (2011).

Konsep Faktor Risiko

Risiko merupakan penyimpangan hasil yang diperoleh dari rencana hasil yang diharapkan. Risiko terjadi karena keadaan waktu yang akan datang penuh ketidakpastian. Menurut Brigham & Houston (2004) bahwa risiko dibedakan menjadi risiko bisnis (*business risk*) dan risiko keuangan (*financial risk*). Risiko bisnis menggambarkan tingkat risiko dari aktiva tetap jika tidak menggunakan hutang, sedangkan risiko keuangan menyangkut risiko tambahan bagi pemegang saham biasa akibat penambahan hutang. Risiko bisnis menciptakan ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi *Return On Asset* (ROA) masa depan. Sebelumnya konsep risiko telah dikembangkan oleh Markowitz pada Tahun 1955 bahwa menjelaskan risiko memperhatikan faktor pasar sehingga *return* yang diperoleh ditentukan oleh pasar.

Menurut Markowitz (1955) telah memperkenalkan model tersebut sebagai *two-parameter* model yang intinya mengatakan bahwa investor seharusnya fokus pada dua parameter yaitu *return* yang diharapkan dari suatu aset, dan risiko yang dilihat melalui standar deviasi *return* aset tersebut. Model Markowitz inilah yang dikembangkan dan dikenal saat ini adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Kemudian Gitman (2003) menjelaskan bahwa model ini digunakan untuk menghubungkan risiko yang relevan dengan return dari semua aset yang diperdagangkan di pasar modal yang efisien.

Sedangkan Brigham (2004) menjelaskan bahwa jika *leverage* operasi dihubungkan dengan risiko bisnis dan hal lain adalah tetap atau konstan, semakin besar *leverage* operasi maka semakin besar risiko bisnis sebagaimana yang diukur oleh variabilitas dari *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) dan *Return On Equity* (ROE). Sedangkan *leverage* keuangan mengajukan bahwa pada sekuritas berpenghasilan tetap yaitu hutang dan saham preferen. Sehingga penggunaan hutang dan saham preferen akan menimbulkan risiko keuangan.

Risiko perusahaan dan *return* yang diharapkan secara langsung memengaruhi harga saham (Gitman, 2003). Risiko dan *return* adalah dua kunci yang menentukan nilai perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan bertanggung jawab untuk menilai risiko dan *return* dari semua keputusan utama secara hati-hati agar dapat meyakinkan bahwa *return* yang diharapkan sesuai dengan risiko tertentu.

Penelitian Chandra (2005) tentang hubungan risiko dengan kinerja keuangan bahwa risiko berpengaruh terhadap kinerja keuangan, tetapi risiko keuangan berpengaruh negatif begitu juga risiko bisnis terhadap kinerja keuangan. Sedangkan Shajari & Shajari (2010) menemukan bahwa pengaruh negatif risiko kredit terhadap pinjaman dan kualitas aset. Penelitian Agung *et al*, (2001) menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif antara risiko kredit dengan pertumbuhan kredit berkebalikan dengan penelitian Cyree *et al*, (2000) menemukan bukti empirik bahwa risiko kredit berdampak positif terhadap pertumbuhan bank.

Rasio Likuiditas

Analisis rasio merupakan salah satu analisis penting dalam penilaian kinerja suatu perusahaan. Melakukan analisis rasio dapat dengan mudah mengetahui status dan perkembangan usaha suatu perusahaan. Analisis ini didasarkan pada data-data historis yang tersaji dalam laporan keuangan, baik neraca, laporan laba rugi maupun laporan aliran kas. Analisis ini merangkum data-data mentah dari periode sekarang dan periode sebelumnya, sehingga diperoleh informasi keterkaitan dan pengukuran prestasi usaha perusahaan.

Setiap jenis usaha atau industri mempunyai penekanan atau karakteristik berbeda dalam pengevaluasian prestasi usaha. Misalnya, karakteristik dan pengukuran kinerja antara industri perbankan dan industri atau antara industri pertambangan dan industri jasa atau perdagangan manufaktur akan berbeda. Jadi, untuk masing-masing industri penilaian prestasi usaha (*business performance*) pasti berbeda-beda. Satu industri menganggap bahwa rasio hutang terhadap modal atau rasio hutang terhadap total aktiva yang tinggi bukanlah sesuatu yang membahayakan atau berisiko tinggi, tetapi untuk industri lain besarnya rasio yang ada akan merupakan sinyal yang kurang menarik.

Rasio-rasio keuangan konvensional yang digunakan perusahaan meliputi empat rasio yaitu rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio profitabilitas dan rasio aktivitas.

Masing-masing rasio mengukur kinerja perusahaan berdasarkan data historis. Rasio likuiditas merupakan rasio lancar dimana tujuan rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo. Bagi perusahaan yang mampu membayar hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo disebut perusahaan yang likuid dan sebaliknya jika tidak mampu melunasi dikategorikan sebagai perusahaan yang illikuid. Jangka waktu kategori hutang dalam rasio ini adalah dalam kurun waktu kurang dari satu tahun.

Rasio likuiditas terkait dengan kelompok unsur aktiva lancar dan hutang lancar. Jenis-jenis rasio likuiditas antara lain adalah rasio lancar (*current ratio*), rasio cepat (*quick* atau *acid test ratio*) dan rasio aliran kas operasi (*operating cash flow ratio*). Beberapa buku atau sumber lain menyebutkan beberapa varian atau jenis lain dari rasio likuiditas, tetapi rasio ini merupakan rasio-rasio keuangan kunci yang paling sering digunakan dalam analisis rasio (Gumanti, 2011: 112).

Konsep Nilai Perusahaan

Tujuan umum perusahaan dapat bersifat ekonomis dan nonekonomis (Hanafi & Halim, 2009: 11). Tujuan ekonomis adalah memperoleh keuntungan, untuk mencapai keuntungan tersebut maka harus menggunakan strategi yang berbeda-beda disesuaikan dengan fungsi-fungsi perusahaan baik pada fungsi produksi, pemasaran, keuangan dan sumberdaya manusia. Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*maximization wealth of stockholders*) melalui maksimisasi nilai perusahaan dimana nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual Damodaran (1997: 5); Brigham & Daves (2004); Ross *et al.* (2005: 14).

Nilai perusahaan adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan dan *discount rate* pengembalian yang mencerminkan baik risiko perusahaan dan *financing mix* yang digunakan. Tujuan normatif perusahaan adalah maksimum nilai perusahaan telah dikemukakan Ross *et al.* (2005: 14): “*The goal of financial management is to maximize the shareholder’s wealth by taking action that increase the current value per share of exiting stock of the firm*” yang dapat diartikan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dengan mengambil tindakan pada peningkatan nilai per lembar saham sekarang dari saham yang ada. Gitman (2003: 15): “*The goal of the firm, and therefore of all managers and employees, is to maximize the wealth of the owners for whom it is being operated*”. Tujuan memaksimalkan nilai perusahaan tersebut berhubungan dengan keputusan keuangan, sehingga setiap keputusan sudah selayaknya ditujukan tindakan yang dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

Damodaran (2006: 6) juga menjelaskan bahwa fungsi tujuan dalam keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan, yang dikaitkan dengan tiga keputusan keuangan perusahaan yaitu investasi, pendanaan dan keputusan dividen. Hubungan antara keputusan-keputusan tersebut dan nilai perusahaan adalah: “*the value of a firm is the present value of its expected cash flows, discounted back at a rate that reflects both the riskiness of the projects of the firm and the financing mix used to finance them*”. Dalam pengertian Damodaran bahwa nilai perusahaan dalam tercermin pada nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan, tingkat pengembalian

yang merefleksikan risiko suatu proyek perusahaan dan bauran pendanaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan tersebut.

Sebelumnya Brigham & Houston (2001) telah menyatakan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan tujuan utama dari keputusan manajemen adalah mempertimbangkan risiko dan penentuan waktu yang berkaitan dengan memperkirakan laba per saham untuk memaksimalkan harga saham.

Sujono (2010) juga menguraikan bahwa mengapa perusahaan ada? Pandangan Sujono berdasarkan teori perusahaan bahwa perusahaan harus mampu meningkatkan efisiensi penggunaan dan alokasi sumberdaya secara lebih baik dibandingkan jika diserahkan sepenuhnya kepada mekanisme pasar. Jadi perusahaan ada karena pasar dan pelaku ekonomi membutuhkan. Selain itu, perusahaan ada karena masyarakat, dan pelaku ekonomi termasuk pemerintah mendapatkan manfaat.

Setelah perusahaan ada, pertanyaan selanjutnya adalah kepentingan siapa perusahaan dijalankan? Sebagian besar ekonom akan menjawab secara sederhana bahwa manajer harus memiliki kriteria untuk mengevaluasi kinerja dan memutuskan alternatif tindakan yang diperlukan. Kriteria seharusnya yang digunakan adalah memaksimalkan *market value* jangka panjang perusahaan (*firm value*, dalam hal ini tidak hanya ekuitas, tetapi juga jumlah semua nilai klaim finansial terhadap perusahaan- hutang dan saham preferen).

Penantang utama maksimalisasi nilai sebagai tujuan perusahaan disebut "*stakeholder theory*". Teori *stakeholder* menyatakan bahwa para manajer seharusnya memperhatikan kepentingan semua *stakeholder* perusahaan dalam membuat keputusan. *Stakeholder* perusahaan mencakup semua individu atau kelompok-kelompok yang memengaruhi atau dipengaruhi oleh kemakmuran perusahaan. Kategori yang memenuhi kriteria tersebut adalah tidak hanya *claimholders* finansial saja, tetapi juga karyawan, pelanggan, masyarakat dan pemerintah. Teori *stakeholder* berakar dalam sosiologi, perilaku keorganisasian dan politik kepentingan diri manajerial. Hal itu berbeda dengan landasan maksimalisasi nilai yang berakar pada ilmu ekonomi.

Dalam usaha menyelaraskan dua teori tersebut Jensen (2001) menyatakan bahwa manajer tidak mungkin dapat mencapai nilai perusahaan yang maksimum jangka panjang tanpa dukungan *stakeholder*. Untuk mencapai nilai perusahaan yang maksimum dalam jangka panjang maka perusahaan harus menetapkan tujuannya sebagai usaha pencarian nilai maksimum perusahaan yang disebut sebagai *enlightened stakeholder theory*.

Nilai total perusahaan merupakan jumlah dari kedua komponen nilai yaitu nilai pasar saham ditambah dengan pasar hutang (Safieddine & Titman, 1999). Nilai pasar saham dapat dipandang dari berbagai segi permintaan, penawaran, dan faktor-faktor eksternal seperti efisiensi pasar, tingkat bunga, tingkat inflasi, maupun nilai kurs. Ukuran kekayaan pemegang saham memfokuskan pada kinerja saham perusahaan dan mencoba menentukan berapa kenaikan kekayaannya dari satu periode ke periode berikutnya berdasarkan dividen yang diterima (Bacidoere *et al.*, 1997).

Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian

Manajemen keuangan merupakan suatu ilmu tentang bagaimana suatu perusahaan agar tetap terus *survive* dalam menjalankan kegiatan usahanya dan tetap memikirkan kesejahteraan pemegang saham dan maksimum profit. Dalam kegiatannya maka tugas seorang manajer keuangan untuk membuat tiga keputusan dalam hal fungsinya sebagai pembuat keputusan keuangan dalam perusahaan. Ketiga keputusan yang dibuat adalah, 1) *Investment Decision*, dalam hal ini bagaimana membuat keputusan investasi dengan memperhatikan *rate of return* yang akan diperoleh. Maka disini manajer keuangan dituntut bisa memilih *investment opportunity* yang menghasilkan *return* optimal. 2) *Financing Decision*, dalam hal ini bagaimana manajer keuangan memiliki kemampuan untuk mengelola dana dalam bentuk mencari dana dengan mempertimbangkan *cost of debt* yang akan ditanggung perusahaan. Jika salah dalam membuat keputusan ini maka dalam jangka panjang akan mengakibatkan *financial distress*. 3) *Dividend Policy*, keputusan ini akan menyangkut bagaimana manajer keuangan mampu mensejahterakan pemegang saham. Dalam kaitan kebijakan dividen manajer keuangan akan menentukan keputusan yang tepat karena menyangkut sumber dana ekstrnal yang digunakan perusahaan.

Investasi diartikan sebagai penanaman modal perusahaan. Penanaman modal dapat dilakukan pada aktiva riil dan aktiva finansial. Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva apa yang akan dikelola perusahaan karena keputusan investasi berdampak langsung terhadap nilai perusahaan (Bernadi, 2008; Hidayat, 2010; Darmawan, 2011 dan Efni, 2011). Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh *return* yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. *Return* yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan yang berarti menaikkan kemakmuran pemegang saham.

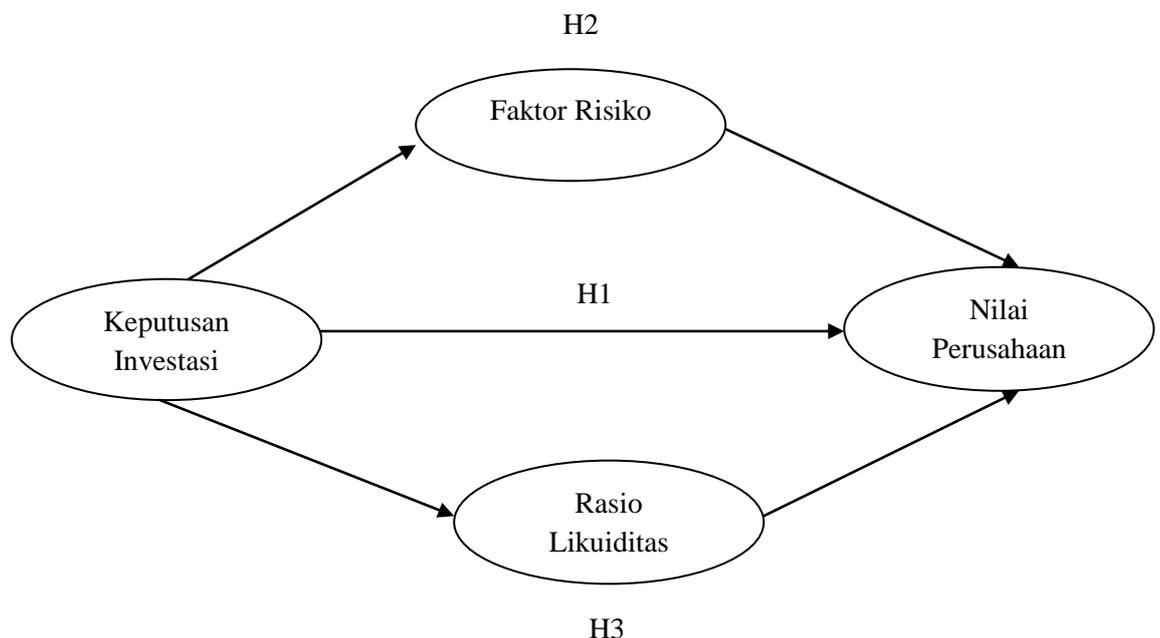
Hasnawati (2005a) menjelaskan dalam variabel yang digunakan untuk keputusan investasi mengungkapkan tentang keputusan investasi yang telah dilakukan oleh manajemen baik yang sudah terealisasi maupun kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*). Indikator yang digunakan dalam penelitiannya merupakan pengukuran komposit dari tiga variabel proksi keputusan investasi yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya yang mencerminkan *actual* dan *opportunity* investasi yaitu *total assets growth*, *market to book assets ratio*, *earning to price ratio*, *rasio capital expenditure to book value assets*, *current assets to total assets ratio*.

Faktor risiko sebagai penyimpangan *return* yang diperoleh dari *return* yang diharapkan. Tidak tercapainya hasil yang diharapkan lebih disebabkan adanya ketidakpastian waktu di masa yang akan datang. Adapun faktor risiko dibedakan menjadi risiko bisnis, risiko keuangan dan risiko pasar. Damodaran (2005) menjelaskan bahwa risiko bisnis adalah risiko yang timbul akibat adanya ketidakpastian pendapatan sebelum bunga dan pajak sehingga besarnya risiko bisnis tercermin *Degree of Operating Leverage* (DOL). DOL merupakan fungsi dari struktur biaya perusahaan atas penggunaan aktiva tetap dalam proporsi yang tinggi dibandingkan dengan biaya variabel. Semakin tinggi DOL maka risiko bisnis perusahaan akan semakin besar. Sedangkan risiko keuangan adalah ketidakpastian

dari pendapatan sebelum bunga dan pajak. Risiko ini timbul akibat adanya hutang dan beban tetap yang harus dibayar. Risiko keuangan tercermin dari *Degree of Financial Leverage* (DFL). Semakin tinggi DFL maka semakin tinggi pula variabilitas risiko keuangan yang ditanggung oleh perusahaan.

Rasio likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo. Rasio likuiditas terkait dengan kelompok unsur aktiva lancar dan hutang lancar. Jenis-jenis rasio likuiditas antara lain adalah rasio lancar (*current ratio*), rasio cepat (*quick* atau *acid test ratio*). Beberapa buku atau sumber lain menyebutkan beberapa varian atau jenis lain dari rasio likuiditas, tetapi rasio ini merupakan rasio-rasio keuangan kunci yang paling sering digunakan dalam analisis rasio (Gumanti, 2011: 112).

Berdasarkan teori dan penelitian empiris yang telah dilakukan maka hipotesis penelitian ini disajikan dalam Gambar 1:



Gambar 1. Model Hipotesis Penelitian

Hipotesis Penelitian:

- H1 : Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H2 : Faktor risiko sebagai intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan
- H3 : Rasio likuiditas sebagai intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan paradigma *positivist*. Pendekatan penelitian ini dilakukan dengan pemaknaan masing-masing

variabel maupun hubungan antar variabel didasarkan pada pengukuran kuantitatif. Berdasarkan tujuan penelitian maka jenis penelitian ini adalah penelitian eksplanatoris (*explanatory research*), yakni berusaha memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis baik secara langsung yaitu keputusan investasi terhadap nilai perusahaan maupun hipotesis secara tidak langsung dengan melibatkan variabel intervening yaitu faktor risiko dan rasio likuiditas.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor *real estate and property* terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2007-2011 yaitu berjumlah 52 perusahaan. Adapun kriteria populasi dalam penelitian ini adalah:

Tabel 1. Kriteria Populasi

| No | Kriteria | Jumlah perusahaan |
|--|---|-------------------|
| 1. | Jumlah emiten pada kelompok <i>real estate and property</i> | 52 |
| 2. | Dikeluarkan LK tidak lengkap | (24) |
| | | 28 |
| 3. | Dikeluarkan karena menderita rugi (2007-2011) | (6) |
| | | 22 |
| 4. | Dikeluarkan karena memiliki ekuitas negatif (2007-2011) | 5 |
| Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria | | 17 |

Berdasarkan kriteria diatas yang memenuhi syarat berjumlah 17 perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel jenuh (*sensus*) dengan unit analisis adalah data panel atau *pooling data* dengan periode pengamatan (t)= lima tahun (2007-2011) dan N= 17 perusahaan sehingga jumlah pengamatan sebanyak 85 kasus. Metode pengumpulan data penelitian ini dengan cara mengakses internet dengan membuka website resmi Bursa Efek Indonesia yaitu <http://www.idx.co.id/MainMenu/Emiten/CompanyProfile/SubmittedOffline>, IDX Fact Book 2006-2011, *Annual Report* 2006-2011, *IDX Monthly* Januari-Desember dari tahun 2006-2011. Daftar perusahaan yang menjadi sampel penelitian disajikan dalam Tabel 2:

Tabel 2. Daftar Sampel Penelitian Sektor *Real Estate and Property*

| No | Nama Perusahaan | Kode | No | Nama Perusahaan | Kode |
|----|----------------------------|------|----|-----------------------------|------|
| 01 | Lippo Karawaci Tbk | LPKR | 11 | Jaya Real Property Tbk | JRPT |
| 02 | Bakrieland Development Tbk | ELTY | 12 | Pembangunan Jaya A. Tbk | PJAA |
| 03 | Gowa Makassar T.D Tbk | GMTD | 13 | Lamicitra Nusantara Tbk | LAMI |
| 04 | Pakuwon Jati Tbk | PWON | 14 | Ciputra Development Tbk | CTRA |
| 05 | Ciputra Surya Tbk | CTRS | 15 | Summarecon Agung Tbk | SMRA |
| 06 | Lippo Cikarang Tbk | LPCK | 16 | Duta Pertiwi Tbk | DUTI |
| 07 | Alam Sutra Realty Tbk | ASRI | 17 | Surya Semesta Internusa Tbk | SSIA |
| 08 | Modernland R. Tbk | MDLN | | | |
| 09 | Intiland Development Tbk | DILD | | | |
| 10 | Jakarta Setiabudi Tbk | JSPT | | | |

Operasional Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan empat variabel yang diteliti yaitu: keputusan investasi, faktor risiko, rasio likuiditas dan nilai perusahaan. Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan pada Tabel 3:

Tabel 3. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel Penelitian

| Variabel | Indikator | Pengukuran | Acuan |
|--|--|---|--|
| Keputusan Investasi (x): Merupakan keputusan yang berkaitan dengan penanaman dana baik dalam bentuk <i>riil assets</i> maupun <i>financial assets</i> . Indikator Reflektif | MBAR (x ₁) | $(Total\ Assets - Total\ Equity) + (Outstanding\ Share * Stock\ Price) / Book\ Value\ of\ Assets$ | Kallapur & Trombley (1999) |
| | MBER (x ₂) | $(Outstanding\ Share * Stock\ Price) / Total\ Equity$ | |
| | CATAR (x ₃) | $Current\ Assets / Total\ Assets$ | |
| | CEFA/BVA (x ₄) | $(Fixed\ Assets_t - Fixed\ Assets_{t-1}) / Book\ Value\ of\ Assets_{t-1}$ | |
| Faktor Risiko (Y ₁): Merupakan penyimpangan hasil yang diperoleh dari rencana hasil yang diharapkan karena keadaan waktu yang akan datang penuh ketidakpastian. Indikator Reflektif | DOL (y ₁₁) | $\Delta EBIT / \Delta Sales$ | Damodaran (2005); Bernadi (2007); Efni (2011). |
| | DFL (y ₁₂) | $EBIT / EBT$ | |
| Rasio Likuiditas (Y ₂): Merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo. Indikator Reflektif | Current Ratio (CR) (y ₂₁) | $Current\ Assets / Current\ Liabilities$ | Gumanti (2011) |
| | Quick Ratio (QR) (y ₂₂) | $(Cash + Efek + Receivable) / Current\ Liabilities$ | |
| Nilai Perusahaan (Y ₃) Merupakan ukuran keberhasilan perusahaan atas operasi dimasa lalu dan prospek dimasa yang akan datang. Indikator Reflektif | Tobin's Q (y ₃₁) | $Tobin's\ Q_t = \left[\frac{(OS \times P) + (D + I) - CA}{TA} \right]$ OS= <i>Outstanding Share</i> P= <i>Stock Price</i> D= <i>Total Debt</i> I= <i>Total Inventory</i> CA= <i>Current Asset</i> TA= <i>Total Asset</i> | Chang & Wang (2007); Pandya & Rao (1998) |
| | Price Earning Ratio (PER) (y ₃₂) | $Market\ price\ per\ share / EPS$ | |
| | Return On Sales (ROS) (y ₃₃) | $Earning\ Before\ Interest\ and\ Tax / Sales$ | |

Metode Analisis Data

Statistik Deskriptif

Dalam penelitian ini akan disajikan dalam statistik rata-rata yang dilengkapi dengan nilai tertinggi dan terendah pada masing-masing variabel keputusan investasi, faktor risiko, rasio likuiditas dan nilai perusahaan.

Statistik Inferensial

Statistik inferensial dalam penelitian ini menggunakan analisis kausalitas *Structural Equation Model* (SEM) yang berbasis *component* atau *variance* yang terkenal dengan *Partial Least Square* (PLS). Penelitian ini menggunakan *software SmartPLS* versi 2.0. Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Analisis model meliputi:

- A. Uji asumsi linearitas, digunakan untuk mengetahui apakah model telah tepat dalam menggambarkan hubungan antar variabel yang diteliti sehingga

dikategorikan ke dalam model yang baik. Input untuk pengujian linearitas adalah memasukkan variabel independen dan dependen kemudian diolah dengan SPSS. Kesimpulan dikatakan linear jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 5% ($p < 0,05$).

- B. Uji *outer model (measurement model)*, digunakan untuk mengukur indikator reflektif dan formatif. Semua indikator dalam penelitian ini adalah reflektif. Pengukuran model terhadap indikator reflektif didasarkan pada faktor *loading*. Faktor *loading* $> 0,70$ sangat direkomendasikan, namun demikian nilai faktor *loading* 0,50-0,60 dianggap cukup (Solimun, 2010: 177).

2. Pemeriksaan *Goodness of Fit Inner Model*

Goodness of Fit Inner Model struktural pada PLS berupa nilai *Q-Square predictive relevance* (Q^2) yang dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel dependen faktor risiko, rasio likuiditas dan nilai perusahaan. Perhitungan Q^2 dilakukan dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

Keterangan: $R_1^2, R_2^2, \dots, R_p^2$ adalah *R-Square* variabel endogen dalam model persamaan. Besaran Q^2 memiliki nilai rentang $0 < Q^2 < 1$, dimana semakin mendekati 1 berarti model semakin baik.

3. Pengujian hipotesis: pengaruh langsung dan tidak langsung

Pengujian hipotesis secara langsung dilakukan terhadap variabel keputusan investasi dan nilai perusahaan. Keputusan apakah signifikan atau tidak berdasarkan *p-value* lebih kecil dari 5%. Sedangkan pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk mengetahui kedudukan variabel mediasi dalam model penelitian. Variabel mediasi dalam penelitian ini adalah faktor risiko dan rasio likuiditas. Untuk mengetahui jenis variabel mediasi apakah *partial mediation, complete mediation* atau bukan sebagai variabel mediasi maka dilakukan pemeriksaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN STATISTIK DESKRIPTIF

Hasil statistik deskriptif terhadap variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4. Keputusan investasi memiliki nilai rata-rata 0,616 dengan standar deviasi 0,728. Standar deviasi yang relatif lebih besar dari rata-rata menunjukkan bahwa variasi data terdispersi relatif jauh. Nilai maksimum keputusan investasi adalah Rp 4,3 triliun dan nilai minimum sebesar Rp17 milyar melambangkan bahwa keputusan investasi pada perusahaan sektor *real rstate and property* masing-masing perusahaan adalah relatif beragam. Faktor risiko memiliki nilai rata-rata 0,896 dengan standar deviasi sebesar 0,858. Besaran perbedaan terhadap nilai rata-rata cukup kecil dimaknai bahwa data variabel faktor risiko terdispersi relatif kecil (berada di sekitar rata-rata) atau dapat dikatakan bahwa dengan standar deviasi yang relatif kecil menunjukkan bahwa data tersebut terdistribusi secara homogen. Kondisi ini dimaknai bahwa faktor risiko yang dihadapi perusahaan sektor *real estate and property* relatif lebih kecil sehingga kemampuan untuk meningkatkan nilai perusahaan relatif menjadi lebih baik.

Sedangkan variabel rasio likuiditas tertinggi sebesar Rp5,06 triliun dan terendah sebesar Rp39 milyar menunjukkan bahwa perbedaaan yang sangat beragam

mengingat data perusahaan cukup bervariasi setiap tahun pengamatan. Besaran rata-rata rasio likuiditas perusahaan sektor *real estate and property* sebesar 1,123 dengan standar deviasi sebesar 0,795 menunjukkan perbedaan dispersi data yang cukup jauh. Nilai perusahaan sektor *real estate and property* secara rata-rata 11,110 dengan standar deviasi 15,144 menunjukkan bahwa standar deviasi yang tinggi sehingga data variabel nilai perusahaan terdispersi cukup jauh. Sedangkan nilai maksimum sebesar Rp108 triliun dan minimum sebesar Rp43 milyar menunjukkan bahwa masing-masing perusahaan memiliki nilai perusahaan yang relatif beragam. Secara keseluruhan hampir semua variabel penelitian memiliki standar deviasi yang relatif lebih besar dibandingkan nilai rata-rata. Secara statistik tidak menjadi masalah karena tidak terjadi heterokedastisitas (data berdistribusi normal). *Central limit theorem* menyatakan bahwa jika jumlah pengamatan besar (diatas 30), maka data dianggap berdistribusi normal walaupun standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata.

Tabel 4. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

| Variabel | Minimum | Maksimum | Rata-rata | Standar Deviasi |
|---------------------|---------|----------|-----------|-----------------|
| Keputusan Investasi | 0,17 | 4,30 | 0,616 | 0,928 |
| Faktor Risiko | 0,09 | 4,67 | 0,896 | 0,858 |
| Rasio Likuiditas | 0,39 | 5,06 | 1,123 | 0,795 |
| Nilai Perusahaan | 0,43 | 108,42 | 11,110 | 15,144 |

Sumber: Diolah dari data sekunder

STATISTIK INFERENSIAL

Uji Asumsi Linearitas

Adapun hasil pengujian kecocokan model dilakukan untuk mengetahui apakah model yang diperoleh telah tepat dalam menggambarkan hubungan antar variabel yang sedang diteliti sehingga dapat dikategorikan kedalam model yang baik. Pendekatan yang digunakan adalah *Curve Fit*, dengan kaidah keputusan merujuk pada konsep *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah signifikan atau tidak signifikan atau fungsi linear signifikan berarti model dikatakan linear. Tabel 5 tampak bahwa semua bentuk hubungan antar variabel dalam model struktural adalah linear. Dengan demikian asumsi linearitas pada model struktural ini telah terpenuhi.

Tabel 5. Hasil Pengujian Asumsi Linearitas

| Variabel Eksogen | Variabel Endogen | Hasil Pengujian ($\alpha=0.05$) | Signifikansi | Keputusan |
|------------------|------------------|-----------------------------------|--------------|-----------|
| KI | → NP | Semua Model Tidak Signifikan | 0,211 | Linear |
| FR | → NP | Semua Model Tidak Signifikan | 0,341 | Linear |
| RL | → NP | Semua Model Tidak Signifikan | 0,247 | Linear |
| KI | → FR | Semua Model Tidak Signifikan | 0,155 | Linear |
| KI | → RL | Semua Model Tidak Signifikan | 0,389 | Linear |

Keterangan: KI: Keputusan Investasi

RL: Rasio Likuiditas

FR: Faktor Risiko

NP: Nilai Perusahaan

Sumber: Diolah dari data sekunder

Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

Pemeriksaan terhadap pengukuran model adalah dengan interpretasi terhadap *outer loading* yang diperuntukkan bagi indikator reflektif sehingga diketahui indikator yang paling kuat atau dominan atau dalam penelitian ini menggunakan *fit*.

Penelitian ini menggunakan empat variabel laten dengan 11 indikator. Indikator reflektif didasarkan pada *outer loading* lalu dibandingkan dengan *p value* pada alpha 5%. Pemeriksaan ini dilakukan untuk mengidentifikasi indikator apa yang paling penting dan dominan atau *fit* dalam membentuk atau mencerminkan masing-masing variabel laten.

Tabel 6. Hasil Pengujian Indikator Variabel Penelitian

| Variabel | Indikator | <i>Outer Loading</i> | <i>t-statistik</i> | <i>p-value</i> | Keputusan |
|---------------------|-----------|----------------------|--------------------|----------------|-----------|
| Keputusan Investasi | MBAR | 0,939 | 109,567 | 0,000 | Fit |
| | MBER | 0,894 | 44,611 | 0,000 | Fit |
| | CATAR | 0,221 | 3,189 | 0,002 | Fit |
| | CEFA/BVA | 0,368 | 5,474 | 0,000 | Fit |
| Faktor Risiko | DOL | 0,206 | 1,752 | 0,083 | Tidak Fit |
| | DFL | 0,976 | 34,605 | 0,000 | Fit |
| Rasio Likuiditas | CR | 0,986 | 17,138 | 0,000 | Fit |
| | QR | 0,538 | 3,879 | 0,000 | Fit |
| Nilai Perusahaan | TOBIN'S Q | 0,993 | 152,282 | 0,000 | Fit |
| | PER | 0,184 | 2,689 | 0,009 | Fit |
| | ROS | -0,003 | 0,057 | 0,955 | Tidak Fit |

Sumber: Diolah dari data sekunder

Berdasarkan Tabel 6 terlihat bahwa indikator dominan sebagai refleksi dari keputusan investasi adalah MBAR dan MBER, variabel faktor risiko DFL menjadi indikator dominan, variabel rasio likuiditas CR menjadi indikator dominan sebagai refleksi. Sedangkan nilai perusahaan indikator dominan adalah Tobin's Q. Tabel 6 diatas juga tampak bahwa indikator DOL dan ROS tidak *fit* karena nilai *p-value* lebih besar dari 0,05 sehingga untuk proses pengujian hipotesis baik langsung maupun tidak langsung akan dilakukan *drop*. Dasar penentuan indikator yang di *drop* sesuai dengan ciri-ciri dari indikator reflektif bahwa antar indikator diasumsikan saling berkorelasi, menghilangkan satu indikator dari model pengukuran tidak akan merubah makna dan arti variabel laten (Solimun, 2010: 39).

Uji Goodness of Fit Model

Pemeriksaan terhadap *Goodness of Fit* berupa nilai *predictive-relevance* (Q^2) yang dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen. Berdasarkan Tabel 7 dapat diketahui bahwa nilai Q^2 sebesar 0,8264 atau 82,64%. Artinya model yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjelaskan nilai perusahaan sebesar 82,64% sedangkan sisanya 17,36% dijelaskan oleh variabel lain yang belum termasuk ke dalam model penelitian. Berdasarkan hasil Q^2 diperoleh nilai yang cukup tinggi untuk memprediksi nilai perusahaan.

Tabel 7. Nilai R Square Variabel Endogen

| Variabel Endogen | <i>R Square</i> |
|---|-----------------|
| Faktor Risiko | 0,025 |
| Rasio Likuiditas | 0,026 |
| Nilai Perusahaan | 0,817 |
| <i>Predictive-relevance</i> (Q^2) | 0,826 |

Sumber: Diolah dari data sekunder

Pengujian Hipotesis Pengujian Langsung

Pengujian langsung dilakukan untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Dasar keputusan hipotesis menggunakan *p value* 5%, jika diperoleh hasil *p value* kurang dari 5% maka hipotesis dinyatakan signifikan dan sebaliknya jika diperoleh hasil *p value* lebih dari 5% maka hipotesis dinyatakan tidak signifikan. Hasil pengujian pengaruh langsung tersaji pada Tabel 8:

Tabel 8. Hasil Pengujian Pengaruh Langsung

| Variabel Eksogen | Variabel Endogen | Koefisien Jalur | <i>p-value</i> | Keterangan |
|---------------------|------------------|-----------------|----------------|------------|
| Keputusan Investasi | Nilai Perusahaan | 0,922 | 0,000 | Signifikan |
| Keputusan Investasi | Faktor Risiko | -0,157 | 0,000 | Signifikan |
| Keputusan Investasi | Rasio Likuiditas | 0,160 | 0,011 | Signifikan |
| Faktor Risiko | Nilai Perusahaan | 0,071 | 0,000 | Signifikan |
| Rasio Likuiditas | Nilai Perusahaan | -0,178 | 0,000 | Signifikan |

Sumber: Diolah dari data sekunder

Berdasarkan Tabel 8 tampak bahwa pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan positif dengan besaran koefisien jalur adalah 0,922 dan *p-value* kurang dari 0,000. Berdasarkan hasil pengujian pengaruh langsung maka hipotesis yang menyatakan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan (H1 Diterima). Pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai faktor risiko adalah signifikan dan negatif dengan besaran koefisien jalur adalah -0,157 dan *p-value* kurang dari 0,000. Pengaruh langsung keputusan investasi terhadap rasio likuiditas adalah 0,160 dengan *p-value* 0,011 sehingga keputusan signifikan dan positif. Pengaruh langsung faktor risiko terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan positif sedangkan pengaruh langsung rasio likuiditas terhadap nilai perusahaan dengan koefisien jalur -0,178 dan *p value* 0,000.

Pengujian Variabel Mediasi

Pengujian pengaruh variabel mediasi atau disebut juga pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk mengetahui kedudukan variabel mediasi dalam penelitian ini adalah faktor risiko dan rasio likuiditas. Proses pemeriksaan terhadap variabel faktor risiko dalam penentuan jenis mediasi apakah *partial mediation* atau *complete mediation* dilakukan dengan (1) Menghitung koefisien jalur dengan memasukkan variabel faktor risiko dan rasio likuiditas dalam model empirik dan (2) Menghitung koefisien jalur tanpa memasukkan variabel faktor risiko dan rasio likuiditas dalam model empirik. Hasil dari kedua langkah ini terlihat pada tabel berikut:

Tabel 9. Hasil Analisis Uji Mediasi Variabel Faktor Risiko dan Rasio Likuiditas

| | | <i>Original sampel estimate</i> | <i>p-value</i> | Keterangan |
|---------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------|------------|
| Keputusan Investasi | → Faktor Risiko ^(c) | -0,145 | 0,000 | Signifikan |
| Faktor Risiko | → Nilai Perusahaan ^(d) | 0,083 | 0,000 | Signifikan |
| Keputusan Investasi | → Nilai Perusahaan ^(a) | 0,901 | 0,000 | Signifikan |
| Keputusan Investasi | → Rasio Likuiditas ^(c) | 0,143 | 0,000 | Signifikan |
| Rasio Likuiditas | → Nilai Perusahaan ^(d) | -0,172 | 0,000 | Signifikan |
| Keputusan Investasi | → Nilai Perusahaan ^(a) | 0,913 | 0,000 | Signifikan |

Sumber: Diolah dari data sekunder

Sedangkan pengaruh langsung dari masing-masing model tanpa memasukkan variabel mediasi dapat dilihat pada Tabel 10.

Tabel 10. Hasil Analisis Uji Mediasi Tanpa Variabel Faktor Risiko dan Rasio Likuiditas

| | <i>Original sampel estimate</i> | <i>p-value</i> | Keterangan |
|---|---------------------------------|----------------|------------|
| Keputusan Investasi → Nilai Perusahaan ^(b) | 0,893 | 0,000 | Signifikan |

Sumber: Diolah dari data sekunder

Berdasarkan Tabel 9 dan Tabel 10 tampak bahwa nilai *(c)*, *(d)* adalah signifikan dan *(b)* signifikan dimana koefisien jalur *(a)* lebih kecil dari koefisien jalur *(b)* sehingga sifat mediasi pengaruh tidak langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui faktor risiko dan rasio likuiditas adalah mediasi parsial (*partial mediation*). Hasil pengujian ini berarti bahwa pengaruh keputusan investasi secara langsung dapat memengaruhi nilai perusahaan dan dapat pula melalui faktor risiko dan rasio likuiditas. Sehubungan dengan hasil ini, maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis yang menyatakan faktor risiko sebagai intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan diterima (menerima H2). Hasil penelitian ini juga menerima H3 yang menyatakan bahwa rasio likuiditas sebagai intervening pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan Hasil Penelitian

Keputusan Investasi Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan ditemukan signifikan dan positif. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan cukup bukti untuk diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa keputusan investasi mampu menjelaskan variasi peningkatan nilai perusahaan sektor *real estate and property* di BEI selama Tahun 2007-2011.

Merujuk pada analisis model pengukuran menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi dicerminkan oleh indikator MBAR yang membandingkan nilai ekuitas pasar dengan total aktiva perusahaan. Fakta empiris menunjukkan rata-rata keputusan investasi di BEI selama tahun pengamatan adalah 0,616 atau 61,6% mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,893 atau 89,3%. Artinya secara rata-rata perusahaan sektor *real estate and property* di BEI memiliki kemampuan yang cukup tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*) maka hasil temuan pada penelitian ini mendukung adanya teori tersebut karena keputusan investasi yang dicerminkan oleh MBAR dan MBER adalah indikator dominan dari variabel laten keputusan investasi tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan jenis investasi tersebut akan memberikan sinyal tentang prospek pertumbuhan perusahaan dalam hal ini pertumbuhan total aktiva dan ekuitas serta prospek kapitalisasi nilai pasar saham yang tercermin dalam pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang diharapkan untuk masa yang datang. Fakta ini didasarkan pada asumsi bahwa maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberikan *net present value* yang positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan

metode yang ada, maka dipilih investasi dengan NPV positif (Chan *et al.*, 1990) dan Fama & French (1998) bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan kapitalisasi saham dimasa yang akan datang sehingga terjadi peningkatan pada nilai perusahaan secara keseluruhan. Hasil penelitian ini telah membuktikan penelitian Fama & French (1997) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Hasil penelitian ini memperluas hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh signifikan dan positif antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan seperti yang telah dilakukan Fama (1977); MacKay (2005); Hasnawati (2005a, 2005b); Hossain *et al.* (2005); Yoon & Starks (1995); Nopratiwi (2004); Hidayat (2010); Akhtaruddin & Hossain (2008); Efni (2011). Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan peneliti terdahulu Kallapur & Trombley (1999); Suharli (1997) dan Bernadi (2008).

Faktor Risiko Sebagai Intervening Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis jalur untuk mengukur variabel faktor risiko sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan diperoleh signifikan dengan nilai koefisien negatif (Tabel 9). Hal ini berarti bahwa semakin tinggi faktor risiko dapat menurunkan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian dalam langkah-langkah untuk mengetahui sifat dari variabel faktor risiko (Tabel 9 dan 10) maka diperoleh bahwa variabel faktor risiko adalah mediasi parsial (*partial mediation*). Artinya pengaruh tidak langsung antara variabel keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui faktor risiko diperoleh melalui hasil kali pengaruh keputusan investasi terhadap faktor risiko (koefisien jalur -0,145 dan signifikan) dengan pengaruh langsung faktor risiko terhadap nilai perusahaan (koefisien jalur 0,083 dan signifikan). Hasil kalkulasi tersebut menghasilkan koefisien pengaruh tidak langsung sebesar -0,012. Koefisien negatif ini menunjukkan peningkatan faktor risiko akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Berdasarkan fakta tersebut, penelitian ini mampu membuktikan bahwa faktor risiko yang tercermin pada DFL untuk sektor *real estate and property* di Indonesia lebih banyak memperhatikan faktor risiko yang timbul akibat penggunaan hutang dalam operasi perusahaan sehingga menimbulkan beban tetap bagi perusahaan. DFL merupakan indikator dominan sebagai refleksi dari variabel laten faktor risiko mengindikasikan bahwa semakin besar hutang dalam operasi perusahaan maka semakin besar risiko kebangkrutan yang akan ditanggung perusahaan sehingga akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi turun.

Temuan penelitian ini mendukung dan konsisten dengan penelitian Fama (1978). Pengaruh langsung dan tidak langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui faktor risiko merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research & development*, dan merger dengan perusahaan lain (Myers, 1977). Sedangkan nilai perusahaan yang dicerminkan oleh Tobin's Q dan PER juga dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang (Myers, 1977).

Rasio Likuiditas sebagai Intervening pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan yang dimediasi rasio likuiditas tidak terlepas dari pengaruh langsung antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan secara langsung terhadap keputusan investasi. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tepat keputusan investasi yang dibuat perusahaan maka nilai perusahaan yang tercermin pada Tobin's Q dan PER akan semakin tinggi. Tingkat nilai perusahaan yang tinggi akan memberikan sinyal yang baik kepada para investor.

Variabel rasio likuiditas dalam model penelitian ini ditemukan sebagai variabel mediasi parsial. Artinya pengaruh antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan bisa secara langsung dapat pula melalui variabel mediasi. Pengaruh tidak langsung antara variabel keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui rasio likuiditas diperoleh melalui hasil kali pengaruh keputusan investasi terhadap rasio likuiditas (koefisien jalur 0,143 dan signifikan) dengan pengaruh langsung rasio likuiditas terhadap nilai perusahaan (koefisien jalur -0,172 dan signifikan). Hasil kalkulasi tersebut menghasilkan koefisien pengaruh tidak langsung sebesar -0,025. Koefisien negatif ini menunjukkan peningkatan rasio likuiditas akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Berdasarkan pengujian model pengukuran indikator yang memiliki kontribusi dominan dalam merefleksikan rasio likuiditas adalah CR dengan nilai *outer loading* terbesar (Tabel 6). Sedangkan secara deskriptif rasio likuiditas memiliki nilai rata-rata 1,123 diartikan bahwa sampel penelitian sektor *real estate and property* dengan periode pengamatan 2007-2011 mengindikasikan bahwa nilai CR lebih besar dari satu. Ini menunjukkan bahwa secara rata-rata termasuk pada perusahaan yang likuid, dengan perusahaan yang memiliki CR lebih besar dari satu diartikan bahwa perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan (*financial constraint*) dalam konteks pendanaan dan perusahaan sektor ini mampu melunasi hutang jangka pendek.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Keputusan investasi perusahaan sektor *real estate and property* di BEI dicerminkan oleh *market to assets ratio* mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada nilai Tobin's Q. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata perusahaan sektor ini mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan melakukan pemilihan investasi yang memberikan *net present value* yang positif.
2. Faktor risiko berperan sebagai intervening variabel yang bersifat *partial mediation* dengan koefisien negatif. Temuan penelitian ini diartikan bahwa sektor *real estate and property* lebih banyak memperhatikan *degree of financial leverage* sebagai manifestasi faktor risiko. Faktor risiko yang menjadi perhatian perusahaan muncul akibat penggunaan hutang dalam operasi perusahaan sehingga menimbulkan beban tetap bagi perusahaan.
3. Rasio likuiditas dalam penelitian ini adalah intervening variabel yang bersifat *partial mediation* dengan koefisien negatif. Temuan ini dapat dimaknai bahwa perusahaan sektor *real estate and property* secara rata-rata tidak menghadapi *financial constraint* dalam upaya peningkatan nilai perusahaan.

Saran-saran

1. Prospek pertumbuhan aktiva dan prospek pertumbuhan kapitalisasi saham mencerminkan variabel keputusan investasi. Oleh sebab itu, penting bagi perusahaan untuk tetap mempertahankan pertumbuhan yang memiliki perkembangan positif dari tahun ke tahun. Karena dengan memiliki perkembangan pertumbuhan positif memberikan sinyal positif kepada investor bahwa kinerja perusahaan memiliki prospek yang bagus.
2. Faktor risiko haruslah menjadi pertimbangan bagi perusahaan sektor *real estate and property*. Karena indikator *degree of financial leverage* yang digunakan dalam penelitian ini merupakan indikator dominan dari variabel faktor risiko. Sehingga penting bagi perusahaan untuk membuat keputusan tentang penggunaan hutang dalam operasi perusahaan.
3. Penelitian ini hanya dilakukan pada satu sektor saja yaitu *real estate and property* maka penelitian mendatang dapat dikembangkan dengan menggunakan objek pengamatan pada sektor lainnya.

DAFTAR RUJUKAN

- Agung, J., Kusmiarso, B., Pramono, B., Hutapea, E.G., Prasmuka, A., Prastowo, N.J. 2001. Credit Crunch in Indonesia in the Aftermath of the Crisis, Facts, Causes and Policy Implications. *Financial Market Structuring and Development Studies Divison Directorate Economic Research and Monetary Policy*. 1-97.
- Akhtaruddin, M & Hossain, M. 2008. Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia. *JOAAG*. 3(2): 25-39.
- Bacidore, Jeffrey M; Boquist, John A; Milbourn, Todd T & Thakor, Anjan V. 1997. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*. 53(3): 11-20.
- Bernadi, K. Jemmi. 2007. *Analisis Pengaruh Cashflow dan Kebijakan Pecking Order Terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Manufaktur)*. Disertasi. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Brigham, Eugene F & Daves, Philip R. 2004. *Intermediate Financial Management*, International Edition, 8th Edition, Thomson Corporation, South-Western United State.
- Chandra, Teddy. 2006. *Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta*. Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Chang, Shao-Chi and Wang, Chi-Feng. 2007. The Effect of Product Diversification Strategies on The Relationship Between International Diversification and Firm Performance. *Journal of World Business*. 42: 61-79.
- Cyree, K.B; Wansley, J.W & Boehm, T.P. 2000. Determinants of Bank Growth Choice. *Journal of Banking & Finance* 24: 709-734.
- Damodaran, Aswath. 1997. *Corporate Finance Theory and Practice*, Jhon & Wiley and Sons. Inc. New York, Chichester, Toronato, Singapore Weinhein.
- Darmawan, Ari. 2011. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Usia Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, Struktur Kepemilikan Saham, Investasi, Peluang Investasi

- Terhadap Dividen, *Free Cash Flow*. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. 9 (4): 1413-1425.
- Efni, Yulia, 2011, *Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Risiko (Studi Pada Sektor Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia)*, Ringkasan Disertasi. Universitas Brawijaya Malang.
- Fama, Eugene F. 1997. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics*. 43: 153-193.
- Fama, Eugene F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*. 68: 272-280.
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R. 1997. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics*. 43: 153-193.
- Gaver, Jennifer J & Gaver, Kenneth M. 1995. Compensation Policy and The Investment Opportunity Set. *Financial Management*. 24 (1): 19-32.
- Gitman, Lawrence, J. 2003. *Principles of Managerial Finance. Tenth Edition. International Edition*. Pearson Education, Inc: United States.
- Gumanti, Tatang Ary. 2011. *Manajemen Investasi: Konsep, Teori dan Aplikasi*. Mitra Wacana Media: Jakarta.
- Hanafi, Mahduh M & Halim, Abdul. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Hasnawati, Sri. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*. No.09 TH XXXIV. 33-41.
- _____. 2005b. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AAI*. 9(2): 117-126.
- Hidayat, Riskin. 2010. Keputusan Investasi dan *Financial Constraints*: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. 457-479.
- Hossain, Mahmud. Ahmed, Kamran. Godfrey, Jayne M. 2005. Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equation Approach. *Journal of Business Finance & Accounting*. 32 (5) & (6): 871-907.
- Husnan, Suad & Pudjiastuti, Enny. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Penerbit UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Kallapur, S & Trombley, Mark A. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*. 26 (3 & 4): 505-519.
- Kaplan, Steven N & Zingales, L. 1997. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *The Quarterly Journal of Economics*. 112 (1): 169-215.
- MacKay, Peter. 2005. Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*. 16 (4): 1131-1165
- Mas'ud, M.H. 2013. *Pengaruh Risiko, Strategi Korporat dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Bank Go Publik di Indonesia*. Ringkasan Disertasi. Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.

- Myers, Stewart C. 1977. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions—Implications for Capital Budgeting: Reply. *The Journal of Finance*. 32(1): 218-220.
- Nopratiwi, Agustina M. V. 2004. *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan)*. Tesis. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada: Yogyakarta.
- Pandya, Anil M & Rao, Narendar V. 1998. Diversification and Firm Performance an Empirical Valuation. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11 (2):67-81.
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph W and Jaffe, Jeffrey. 2005. *Corporate Finance*. Seventh Edition, Mc Graw-Hill, Boston
- Saffieddine, Assem & Titman, Sheridan. 1999. Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers. *The Journal of Finance*. 55(2): 547-580..
- Shajari, P & Shajari, H. 2010. Non-Performing Loans and Financial Soundness Indicators: In Iran's Banking System. *Money and Banking Research Center*. 1-19.
- Smith, Jr. Clifford. W & Watts, Ross. L. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. 32: 263-292.
- Solimun. 2010. Analisis Multivariat Pemodelan Struktural Metode *Partial Least Square*- PLS. Penerbit CV. Citra: Malang.
- Suharli. 2007. Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Journal Akuntansi dan Keuangan*. 9(1): 9-17.
- Sujono. 2010. *Determinan Struktur Modal, Inovasi dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*. Ringkasan Disertasi. Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya Malang.
- Wasnieski. 2008. Corporate Risk and Shareholder Value. <http://ssrn.com>. March 29.
- Yoon, Pyung S & Starks, Laura T. 1995. Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *The Review of Financial Studies*. 8 (4): 995-1018.

