

PERAN RASIO LIKUIDITAS SEBAGAI MEDIASI PENGARUH STRUKTUR AKTIVA TERHADAP PROFITABILITAS PERUSAHAAN TELEKOMUNIKASI DI INDONESIA

Ima Andriyani¹

Abstract

This study aimed to describe and analyze the structure assets on the profitability, to measure the effects of liquidity ratio as a mediating influence structure assets on profitability. The study was conducted in the telecommunications sector in Indonesia Stock Exchange in the period of 2008 to 2012. The samples in this study were taken using purposive. The final samples in this study were 30 observations. This hypothesis was tested using path analysis. The results showed that the structure assets had no effect on the profitability and liquidity ratio was able to complete mediation influence structure assets on profitability.

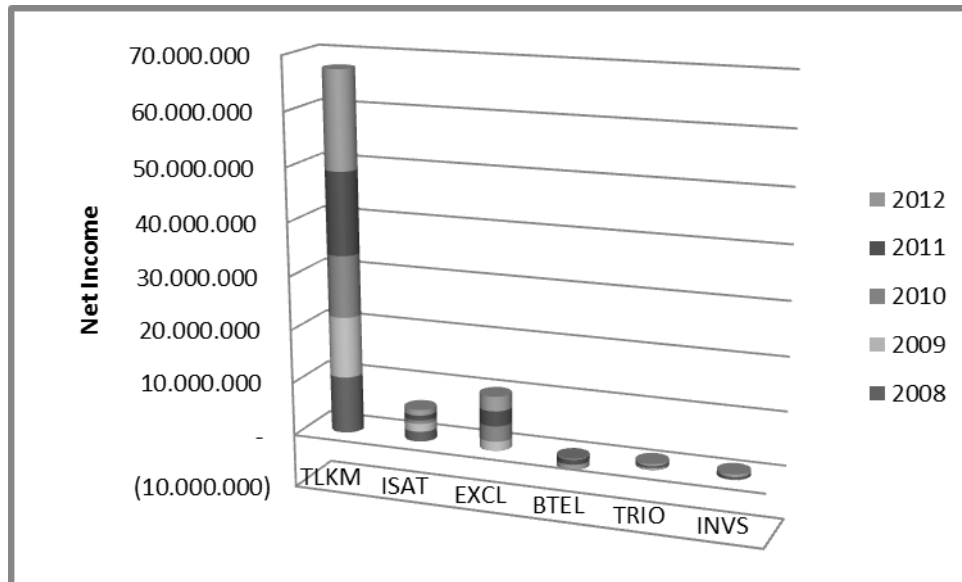
Keywords: structure assets, liquidity ratio, profitability

Pendahuluan

Sektor telekomunikasi merupakan perusahaan-perusahaan yang bergerak pada industri yang memberikan pertukaran informasi untuk hubungan yang relatif dikategorikan sebagai hubungan jarak jauh. Perjalanan industri telekomunikasi di Indonesia saat ini dimulai dari kehadiran Undang-Undang No.36/1999 tentang telekomunikasi merupakan awal yang baik bagi kompetisi pasar telekomunikasi di Indonesia. Perusahaan sektor telekomunikasi yang terdaftar di BEI saat ini berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD, 2012) sebanyak sembilan emiten yaitu Telekomunikasi Indonesia (Persero), Indosat, XL Axiata, Smartfren Telecom, Tower Bersama Infrastruktur, Trikonsel Oke, Inovisi Infracom dan Renewable Power Indonesia/Katarina Utama.

Kompetisi pasar telekomunikasi di Indonesia saat ini semakin terlihat dengan nyata dari berbagai program dan promo yang menjadi unggulan dari masing-masing perusahaan telekomunikasi. Faktor persaingan ini menyebabkan beberapa kinerja profitabilitas perusahaan telekomunikasi memiliki disparitas relatif jauh. Saat ini berdasarkan data sampai dengan tahun 2012 perusahaan telekomunikasi yang menguasai pasar adalah Telkomsel, diikuti dengan XL Axiata, Indosat dan Flexi Telkom. Gambar 1 berikut ini memperlihatkan posisi *net income* beberapa perusahaan telekomunikasi di Indonesia:

¹Dosen Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Tamansiswa Palembang.
E-mail: ima_andriyani@yahoo.co.id



Sumber: Diolah dari Laporan Keuangan Tahunan

Gambar 1. Kinerja *Net Income* Beberapa Perusahaan Telekomunikasi di Indonesia (2008-2012)

Berdasarkan Gambar 1 diatas tampak bahwa kemampuan perusahaan memperoleh *net income* memiliki disparitas relatif berbeda. *Net Income* tertinggi selama tahun 2008-2012 adalah Telkom, dimana tertinggi tahun 2012 sebesar Rp18,4 milyar, merujuk data pertahun Telkom tampak setiap tahun mengalmi peningkatan cukup tinggi. *Net income* fluktuasi cukup tidak stabil tampak pada Indosat dimana tahun 2008 sebesar Rp1,9 milyar, kemudian turun menjadi Rp1,5 milyar dan diakhir tahun 2012 turun menjadi Rp1,1 milyar. Perusahaan XL Axiata bahkan membukukan *loss profit* di tahun 2008 sebesar Rp15 juta. Kondisi yang sama Bakrie Telecom selama dua tahun mengalami kerugian yaitu tahun 2011 sebesar Rp826 juta dan 2012 yaitu Rp978 juta.

Fenomena tampak dari perusahaan telekomunikasi mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan secara efektif mengelola perusahaan secara keseluruhan masih belum optimal. Keberhasilan perusahaan tampak dari *net income* yang terus berubah menjadi baik dan optimal karena rasio ini merupakan salah satu rasio penting dalam perusahaan yang dikenal dengan profitabilitas. Semakin tinggi rasio profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dan semakin baik kinerja perusahaan tersebut (Dibiyantoro, 2011).

Rasio profitabilitas dianggap sebagai alat yang paling valid dalam mengukur hasil pelaksanaan operasi perusahaan, karena rasio profitabilitas merupakan alat pembandingan pada berbagai alternatif investasi yang sesuai dengan tingkat risiko. Alternatif investasi akan diukur dengan struktur aktiva perusahaan. Struktur aktiva mencerminkan perimbangan antara aktiva tetap dengan total aktiva (Brigham & Houston, 2010:146). Perimbangan ini akan menentukan kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi yang pada akhirnya dapat digunakan sebagai penentu profitabilitas.

Struktur aktiva pada perusahaan telekomunikasi di Indonesia cenderung lebih besar karena masih diperlukan aktiva tetap yang tinggi mengingat diperlukan aset jangka panjang yang cukup banyak untuk keperluan investasi. Untuk itu, kemampuan likuiditas perlu dipertimbangkan. Jika perusahaan telekomunikasi memiliki struktur aktiva tinggi maka likuiditas juga tinggi maka profitabilitas akan menjadi lebih optimal.

Penelitian terdahulu menemukan hasil beragam tentang struktur aktiva sebagai refleksi investasi terhadap profitabilitas refleksi dari kinerja perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan ditemui pada penelitian Yoon & Starks (1995); MacKay (2003); Nopratiwi (2004); Hasnawati (2005a, 2005b); Hossain *et al.* (2005); Akhtaruddin & Hossain (2008); Hidayat (2010); Efni (2011); Sitorus *et al.* (2014). Tetapi penelitian lain seperti yang dilakukan Kallapur & Trombley (1999); Suharli (2007) dan Bernadi (2007) menemukan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan penelitian ini meliputi: 1) apakah struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas? 2) apakah likuiditas sebagai mediasi pengaruh struktur aktiva terhadap profitabilitas?. Tujuan penelitian ini adalah 1) menjelaskan dan menganalisis pengaruh struktur aktiva terhadap profitabilitas 2) mengukur dan menganalisis peran likuiditas sebagai mediasi pengaruh struktur aktiva terhadap profitabilitas.

METODE

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.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor telekomunikasi terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2012 yaitu berjumlah sembilan perusahaan. Sampel ditentukan berdasarkan *purposive sampling* dengan kriteria: 1) Perusahaan tidak sedang *delisting*, 2) Memiliki laporan keuangan lengkap periode 31 Desember 2008- 31 Desember 2012, 3) Membukukan *Net Income* selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria terpilih enam perusahaan (Tabel 1) sebagai sampel penelitian. Unit analisis adalah *pooling data* sebanyak 30 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 2007-2012, *Annual Report* 2007-2012.

Tabel 1. Daftar Sampel Penelitian Sektor Telekomunikasi

No	Perusahaan	Kode
01	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM
02	Indosat Tbk	ISAT
03	XL Axiata Tbk	EXCL
04	Bakrie Telecom Tbk	BTEL
05	Trikomsel Oke Tbk	TRIO
06	Invisi Infracom Tbk	INVS

Penelitian ini menggunakan tiga variabel yang diteliti yaitu: struktur aktiva, likuiditas dan profitabilitas. Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan pada Tabel 2:

Tabel 2. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Konsep	Pengukuran
Struktur Aktiva	Menunjukkan proporsi aktiva tetap terhadap aktiva perusahaan secara keseluruhan (Brigham & Houston, 2010:133)	$SA = \frac{Aktiva\ Tetap}{Total\ Aktiva}$
Rasio Likuiditas	Merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendek (Brigham & Houston, 2010:134)	$RL = \frac{Total\ Aktiva\ Lancar}{Total\ Utang\ Lancar}$
Profitabilitas	Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen perusahaan secara keseluruhan (Brigham & Houston, 2010:146)	$NPM = \frac{Laba\ Bersih}{Penjualan\ Bersih}$

Metode analisis data menggunakan analisis jalur (*path analysis*), metode ini merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori dan penelitian terdahulu. Metode analisis jalur terdapat suatu variabel yang berperan ganda yaitu sebagai variabel independen pada suatu hubungan, namun menjadi dependen pada hubungan lain mengingat adanya hubungan kausalitas yang berjenjang. Model persamaan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{Profitabilitas} = \beta_1 \text{Struktur Aktiva} + e_1 \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{Profitabilitas} = \beta_1 \text{Struktur Aktiva} + \beta_2 \text{Rasio Likuiditas} + e_2 \quad \dots\dots\dots (2)$$

Dimana:

- β_1 = Koefisien jalur struktur aktiva
- β_2 = Koefisien jalur rasio likuiditas
- e_1 = Residual atas profitabilitas dengan struktur aktiva
- e_2 = Residual atas profitabilitas dengan struktur aktiva dan rasio likuiditas

Pemeriksaan asumsi pada *path analysis* yaitu dengan melihat uji linearitas dan uji *Goodness of Fit Inner Model*. Uji linearitas diolah dengan software SPSS 19 dengan menggunakan pendekatan *curve fit*, dengan kaidah keputusan merujuk pada konsep *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah signifikan atau nonsignifikan atau fungsi linear signifikan berarti model dikatakan linear. Spesifikasi model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah model *linear, kuadratik, cubic, inverse, logarthmic, power, S, compound, growth* dan *exponential*. Kesimpulan dikatakan linear jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 5% ($p < 0,05$).

Sedangkan uji *goodness of fit inner model* digunakan melihat model penelitian yang dibentuk apakah layak atau tidak untuk dasar pengujian hipotesis. *Goodness of Fit Inner Model* berupa nilai *Q-Square predictive relevance* (Q^2) yang dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel dependen. Perhitungan Q^2 dilakukan dengan rumus: $Q^2 = 1 - (1 - R_1^2)(1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2) \quad \dots\dots\dots (3)$

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.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif terhadap variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 3. Struktur aktiva memiliki nilai maksimum 92,67% nilai minimum 3,22%, nilai rata-rata 68,09% dengan standar deviasi 31,17%. Nilai Standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata menunjukkan bahwa data variabel struktur aktiva adalah homogen dan normal. Selanjutnya rasio likuiditas secara maksimum sebesar 256,82% dan nilai minimum 26,75% menunjukkan terdapat perbedaan relatif jauh antara perusahaan dalam sampel penelitian. Merujuk pada besaran nilai maksimum dan minimum untuk rasio ini dapat dimaknai jika seluruh sampel penelitian adalah perusahaan yang likuid. Nilai rata-rata variabel ini adalah 101,26% dengan standar deviasi 68,73% menunjukkan bahwa sebaran data variabel rasio likuiditas adalah relatif homogen karena nilai rata-rata lebih tinggi dari standar deviasi. Sedangkan profitabilitas perusahaan sampel selama tahun 2008-2012 menunjukkan nilai maksimum 71,60% dan nilai minimum -41,44% menunjukkan terjadi dispersi cukup tinggi bahkan ada perusahaan sampel menderita kerugian selama periode penelitian. Kondisi ini terjadi karena tingkat persaingan bisnis dalam sektor telekomunikasi cukup tinggi sehingga perusahaan memungkinkan perusahaan tidak efisien dalam operasinya sehingga membukukan kerugian. Nilai rata-rata sebesar 10,88% dengan standar deviasi 19,99% menunjukkan bahwa terjadi perbedaan terhadap nilai rata-rata cukup kecil dimaknai bahwa data variabel profitabilitas 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.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (n=30)

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
Struktur Aktiva	3,220	92,670	68,094	31,171
Rasio Likuiditas	26,750	256,820	101,275	68,732
Profitabilitas	-41,440	71,60	10,884	19,986

Sumber: Diolah dari data sekunder

Uji Linieritas

Hasil pemeriksaan asumsi linieritas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan dalam Tabel 4 berikut:

Tabel 4. Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil Pengujian ($\alpha=0.05$)	Sig	Keputusan
Struktur Aktiva	Profitabilitas	Semua Model Tidak Signifikan	0,839	Linier
Struktur Aktiva	Rasio Likuiditas	Semua Model Signifikan	0,000	Linier
Rasio Likuiditas	Profitabilitas	Semua Model Signifikan	0,016	Linier

Sumber: Diolah dari data sekunder

Tabel 4 diatas tampak bahwa keputusan semua bentuk hubungan antar variabel dalam model struktural adalah linier. Berdasarkan prinsip *parsimony* untuk hubungan

semua model tidak signifikan, maka keputusan terhadap model ini adalah tetap linier. Dengan demikian asumsi linieritas pada model struktural ini telah terpenuhi.

Uji Goodness of Fit Model

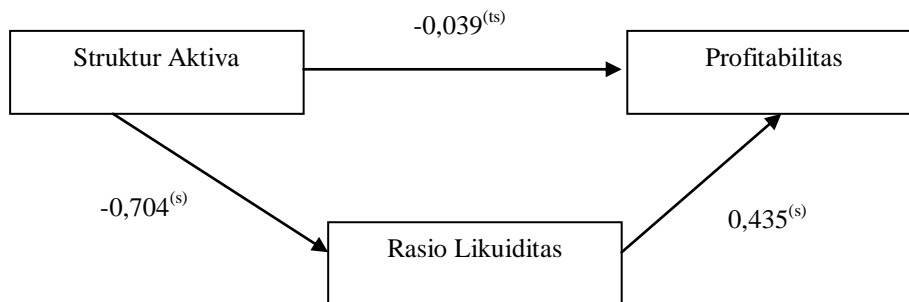
Hasil pemeriksaan *goodness of fit* model terpenuhi jika didukung oleh data empirik. *Goodness of fit model* struktural pada analisis berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Nilai ini dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel dependen, yaitu diperoleh R^2 untuk variabel rasio likuiditas (Y_1) sebesar 0,331 dan untuk variabel profitabilitas (Y_2) sebesar 0,001. Berdasarkan R^2 masing-masing variabel dependen maka dapat dihitung nilai *predictive-relevance* (Q^2):

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2)(1 - R_2^2) = 1 - (1 - 0,331)(1 - 0,001) = 0,332$$

Nilai Q^2 diperoleh sebesar 33,2% dapat diartikan bahwa model yang digunakan untuk memprediksi variabel dependen relatif kecil karena kurang dari 50% sehingga masih ada 66,8% variabel lain yang belum masuk dalam model ini untuk memprediksi profitabilitas.

Hasil Pengujian Hipotesis

Adapun hasil hipotesis penelitian tersaji pada terlihat dalam Gambar 2 berikut:



Gambar 2. Diagram Jalur Hasil Pengujian Hipotesis

PEMBAHASAN PENELITIAN

Struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas

Berdasarkan hasil analisis jalur pengaruh struktur aktiva yang diukur dengan perbandingan aktiva tetap dan jumlah aktiva terhadap profitabilitas yang diproksi dengan *Net Profit Margin* (NPM) menunjukkan hasil yang tidak signifikan sebagaimana ditunjukkan dalam Gambar 2. Dengan demikian, tidak cukup bukti secara empiris bahwa struktur aktiva berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas untuk sektor telekomunikasi selama periode 2008-2012.

Merujuk pada data statistik deskriptif tampak bahwa struktur aktiva memiliki nilai rata-rata 68% tidak mampu meningkatkan profitabilitas, dimana profitabilitas hanya rata-rata sebesar 11%. Fakta empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan sektor telekomunikasi dalam peningkatan profitabilitasnya dalam temuan penelitian ini bukan berasal dari besarnya struktur aktiva. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi atau rendah struktur aktiva tidak memberikan kontribusi pada peningkatan profitabilitas perusahaan sektor telekomunikasi.

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*) maka hasil temuan ini tidak sepenuhnya mendukung teori tersebut, artinya pasar dalam memilih untuk tujuan investasi tidak menggunakan informasi struktur aktiva. Kondisi yang dihadapi perusahaan sektor telekomunikasi kecenderungan memiliki struktur aktiva tinggi karena diperlukan aktiva tetap yang tinggi misalnya pembangunan tower, pembelian peralatan, pendirian pabrik baru, pengeluaran investasi lainnya. Perusahaan sektor telekomunikasi dalam penentuan pengeluaran investasi akan menentukan dengan mengukur *return* atas investasi tersebut. Dasar penentuan pemilihan alternatif investasi dapat melalui teknik *capital expenditure* dimana dengan memilih *net present value* positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan metode yang ada, maka dipilih investasi dengan NPV positif (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 temuan ini mendukung hasil temuan Kallapur & Trombley (1999); Suharli (2007) dan Bernadi (2007) bahwa investasi yang dilakukan perusahaan tidak signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Temuan ini belum mendukung hasil penelitian terdahulu seperti Yoon & Starks (1995); MacKay (2003); Nopratiwi (2004); Hasnawati (2005a, 2005b); Hossain *et al.* (2005); Akhtaruddin & Hossain (2008); Hidayat (2010); Efni (2011); Sitorus *et al.* (2014).

Rasio Likuiditas sebagai mediasi pengaruh struktur aktiva terhadap profitabilitas

Hasil analisis jalur terhadap pengaruh tidak langsung struktur aktiva terhadap profitabilitas melalui rasio likuiditas diperoleh nilai dengan koefisien positif sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 2. Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas sektor telekomunikasi melalui rasio likuiditas. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa rasio likuiditas menjadi mediasi pengaruh struktur aktiva terhadap profitabilitas mendapat dukungan empirik.

Pemeriksaan terhadap jenis mediasi pada model penelitian ini maka rasio likuiditas sebagai *complete mediation* atau mediasi sempurna. Kondisi dapat terlihat karena pengaruh langsung tidak signifikan, manakala memasukkan variabel mediasi maka pengaruh tidak langsung menjadi signifikan dan positif. Artinya jika perusahaan sektor telekomunikasi hanya memperhatikan jumlah aset yang besar tidak memberikan peningkatan terhadap profitabilitas, tetapi jika memiliki struktur aktiva yang tinggi dan rasio likuiditas yang tinggi maka peningkatan nilai profitabilitas juga akan tinggi.

Analisis deskriptif menunjukkan bahwa selama tahun pengamatan struktur aktiva sebesar 68,09% dan rasio likuiditas perusahaan sampel secara rata-rata 101,28% mampu meningkatkan profitabilitas. Berdasarkan analisis jalur juga terlihat dari koefisien jalur, dengan rasio likuiditas tinggi nilai pengaruh total dari mediasi sebesar 26,7% dibanding tanpa memasukkan rasio likuiditas profitabilitas turun sebesar 3,9%. Hasil temuan ini konsisten dengan teori rasio-rasio keuangan bahwa struktur aktiva sebagai cerminan dari keputusan investasi, kemampuan perusahaan melunasi hutang jangka pendek sehingga menjadi perusahaan likuid mengindikasikan bahwa kondisi dimana perusahaan mampu meningkatkan rasio profitabilitas. Hasil penelitian ini telah membuktikan penelitian Fama & French (1997) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Struktur aktiva perusahaan sektor telekomunikasi di Indonesia tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan profitabilitas yang diproksi *net profit margin*. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata peningkatan struktur aktiva tidak memberikan peningkatan profitabilitas.
2. Peningkatan profitabilitas terjadi ketika struktur aktiva tinggi harus diiringi dengan rasio likuiditas yang tinggi. Temuan ini mengindikasikan bahwa sektor telekomunikasi harus memperhatikan rasio likuiditas dalam upaya peningkatan profitabilitas.

Saran-saran

1. Perusahaan terus memperhatikan faktor lingkungan *turbulance* sehingga menjadi fokus untuk mengantisipasi jika terjadi hal-hal yang berdampak pada kondisi internal perusahaan, mengingat tingkat persaingan sektor telekomunikasi cukup tinggi.
2. Penelitian ini hanya dilakukan pada satu sektor saja yaitu telekomunikasi maka penelitian mendatang dapat dikembangkan dengan menggunakan objek pengamatan pada sektor lainnya. Jumlah pengamatan yang relatif kecil menjadi agenda penelitian mendatang untuk menambah jumlah pengamatan.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhtaruddin, M & Hossain, M. 2008. Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia. *JOAAG*. 3(2): 25-39.
- Bernadi, K. J. 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, E.F & Houston, J.F. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 11 Buku 1. Penerjemah: Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Dibiyantoro. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Mandatory Disclosure Financial Statement pada perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi (JENIUS)*. 1(2): 174-199.
- 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 & French, Kenneth R. 1998. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*. Vol. 53 (3): 819-843.
- _____. 1997. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics*. 43: 153-193.
- 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, M, Ahmed, K & Godfrey, J. 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.
- Indonesian Capital Market Directory, 2006-2013. Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). Jakarta.
- 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.
- MacKay, Peter. 2003. Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*. 16 (4): 1131-1165.
- Nopratiwi, A. M. V. 2004. *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan)*. Tesis. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada: Yogyakarta.
- Siahaan, F. O.P. 2013. Struktur Perusahaan dan Profitabilitas pada Industri *Real Estate dan Property* di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 17(2): 192-199.

- Sitorus, P.M; Priyarsono, D.S; Manurung, A.H & Maulana, T.A. 2014. Struktur Modal dan Keputusan Investasi pada Perusahaan Telekomunikasi Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 18(2): 215-222.
- 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.
- Yoon, P. S & Starks, L. T. 1995. Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *The Review of Financial Studies*. 8 (4): 995-1018.