

INTERNAL CASH FLOWS, INSIDER OWNERSHIP, INVESTMENT OPPORTUNITY, DAN CAPITAL EXPENDITURES: SUATU PENGUJIAN TERHADAP HIPOTESIS PECKING ORDER DAN MANAGERIAL

Masyhuri Hamidi

Universitas Andalas Padang

ABSTRACT

The objectives of this study are to observe the impact of internal cash flows, insider ownership, and investment opportunity on the capital expenditure in two different theories. Those theories are: (1) the pecking order hypothesis and (2) the managerial hypothesis, tested in Indonesian case.

On the one hand, the pecking order hypothesis postulates that managers can choose the level of capital expenditure to maximize the wealth of current shareholders without considering insider ownership in the company. On the other hand, according to the managerial hypothesis, managers whose ownership proportions are small tend to use higher level of internal cash flows to finance the capital expenditure than that which would maximize the wealth of current shareholders.

This study is predicated on Griner and Gordon's study (1995) and focused on manufacturing companies listed in BEJ. The data used in this study are taken from the period of 1993-1996. There are 64 companies chosen based on purposive sampling.

The result of this study shows that the internal cash flows and the investment opportunity have positive and significant impact on the capital expenditures. However, the impact of insider ownerships on the capital expenditures is not significant. Eventually, this study substantiates the pecking order hypothesis.

Keywords: *Pecking Order Hypothesis, Managerial Hypothesis, Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Opportunity, Capital Expenditures*

PENDAHULUAN

Pengeluaran-pengeluaran modal atau *capital expenditures* perusahaan memiliki arti penting untuk alasan tertentu. Pada tingkat makroekonomi, pengeluaran-pengeluaran modal (*capital expenditures*) adalah merupakan bagian penting dari *aggregate demand* dan produk nasional bruto, pertumbuhan ekonomi, dan *business cycles* (Dornbusch and Fisher, 1987). Sedangkan pada tingkat mikroekonomi *capital expenditures* berpengaruh pada keputusan-keputusan produksi suatu perusahaan

(Nicholson, 1992) dan rencana-rencana strategis (Bromiley, 1986). Disamping itu *capital expenditures* juga memiliki hubungan secara langsung dengan kinerja perusahaan (McConnell dan Muscarella, 1985).

Berbagai penelitian yang berkaitan dengan faktor-faktor yang menentukan tingkat *capital expenditures* perusahaan telah banyak dilakukan, misalnya Nair (1979), Berndt et al. (1980), Larcker (1983), Fazzari dan Athey (1987), Fazzari et al. (1988), Waagelein (1988), Madan dan Prucha (1989), dan Gaver

(1992); seperti dikutip dari Griner dan Gordon (1995), telah memberikan sumbangan-sumbangan penting bagi pemahaman kita tentang faktor-faktor penentu tingkat *capital expenditures* perusahaan.

Satu permasalahan yang belum diselesaikan dalam bidang ini adalah peran dari arus kas internal (*internal cash flow*). Meskipun studi-studi penelitian sebelumnya telah menyatakan bahwa *internal cash flow* merupakan penentu penting dari *capital expenditures*, namun masih terdapat perbedaan-perbedaan pendapat sehubungan dengan hal tersebut. Dua argumen tentang *internal cash flow* yang telah diusulkan adalah hipotesis *pecking order* dan hipotesis *managerial*. Menurut hipotesis *pecking order* yang diajukan oleh Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984), para manajer memilih tingkat pengeluaran modal yang mampu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini, tanpa mempertimbangkan kepentingannya dalam perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu dalam hipotesis *pecking order* tidak terjadi *conflict of interest* antara para manajer dengan para pemegang saham saat ini.

Penelitian empiris tentang *pecking order* sudah pernah dilakukan di Indonesia, seperti yang dilakukan oleh Pangeran (2000), yang mengemukakan bahwa *pecking order theory* berlaku di Indonesia. Penelitiannya dilakukan di BEJ yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan memperoleh laba akan semakin bergantung pada dana yang diperoleh secara internal.

Menurut hipotesis *managerial*, para manajer yang memiliki tingkat kepemilikan kecil dalam perusahaan, menggunakan *internal cash flow* untuk *capital expenditures* dalam tingkatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkatan yang bisa memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penggunaan *internal cash flow* oleh manajer adalah untuk kepentingan pribadinya, maka mereka cenderung melakukan *over investment*, karena *capital expenditures* yang dilakukan

dengan menggunakan *internal cash flow* sulit termonitor oleh pemegang saham. Berbeda dengan hipotesis *pecking order*, dalam hipotesis *managerial* difokuskan pada *conflict of interest (agency problem)* yang terjadi antara para manajer dengan para pemegang saham saat ini yang muncul dari pemisahan atas kepemilikan dan kontrol.

Marris (1964); seperti dikutip dari Griner dan Gordon (1995), memberikan penekanan pada *internal cash flow* dan *capital expenditures* sebagai hal utama dalam konflik ini dengan menyatakan bahwa para manajer cenderung mempertahankan dan menginvestasikan kembali porsi *earning* yang lebih besar dibandingkan kepentingan-kepentingan para pemegang saham. Pandangan yang sama juga dilontarkan oleh Grabowski dan Mueller (1972), bahwa ketergantungan pada *internal cash flow* untuk membiayai *capital expenditures* merupakan suatu perwujudan dari tindakan para manajer dalam melaksanakan kepentingan mereka yang dalam hal ini merugikan kepentingan para pemegang saham.

Berdasarkan hipotesis *pecking order* jika *investment opportunity* dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut demi memakmurkan kepentingan pemegang saham, sehingga *capital expenditure* akan meningkat sesuai dengan peningkatan *investment opportunity*, karena pada hipotesis *pecking order* diasumsikan tidak terjadi *conflict of interest (agency problem)*. Berbeda dengan hipotesis *managerial*, yang berargumentasi bahwa terjadinya *conflict of interest* antara manajer dengan pemegang saham menyebabkan terjadinya *over investment* atau *under investment*. Manajer meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan melakukan *capital expenditure* yang berlebihan tanpa memperhitungkan kesejahteraan pemegang saham dan tanpa memperhatikan *investment opportunity* yang ada.

Hipotesis *managerial* berargumentasi bahwa tidak ada pengaruh *investment*

opportunity terhadap *capital expenditure* karena pengeluaran modal yang terjadi bukan berdasarkan pada peluang investasi yang ada melainkan pada keinginan manajer untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri untuk mendapatkan insentif lain dengan melakukan *over investment*.

Hipotesis *pecking order* dan *managerial* tersebut sama-sama menyetujui bahwa *internal cash flow* merupakan penentu penting dari tingkat *capital expenditures*, namun memberikan prediksi-prediksi yang sangat berbeda sehubungan dengan bentuk *insider ownership*. Hipotesa *pecking order* memprediksikan tidak adanya hubungan yang jelas antara *capital expenditures* dengan *insider ownership* karena asumsi *no agency problem*. Sementara itu, hipotesis *managerial* memprediksikan hal yang sebaliknya.

Sejumlah studi yang dilaksanakan atas faktor-faktor penentu *capital expenditures* (Fazzari dan Athey, 1987; dan Fazzari et al., 1988) menginterpretasikan arti penting *internal cash flow* dalam kerangka kerja *pecking order*, namun tidak berusaha untuk menguji penjelasan ini terhadap alternatif-alternatif *managerial*.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris: (1) apakah *internal cash flow*, *insider ownership*, dan *investment opportunity* berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*?, (2) apakah hipotesis *pecking order* atau hipotesis *managerial* yang berlaku pada Bursa Efek Jakarta?

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

1. *Internal cash flow* sebagai Penentu *Capital expenditure*

Penelitian yang dilakukan oleh Fazzary dan Athey (1987) dan Fazzary, et al., (1988) menyimpulkan bahwa *internal cash flow* merupakan faktor-faktor penentu penting *capital expenditure*. Nicholson (1992)

mengemukakan bahwa *capital expenditure* mempengaruhi keputusan-keputusan produksi, seberapa besar dana yang akan diinvestasikan dalam asset tetap. Di samping itu, *capital expenditure* juga sering dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat *capital expenditure* maka diharapkan akan semakin baik kinerja perusahaan (McConnell dan Muscarella, 1985).

Jorgenson dan Siebert (1968) melaksanakan salah satu penelitian yang membandingkan secara komprehensif atas kekuatan penjelas dari sejumlah teori tentang penentu *capital expenditure*. Dengan didasarkan pada analisis *time series* terhadap lima belas perusahaan besar manufaktur selama dua puluh tahun, mereka mengurutkan model-model yang ada dengan urutan sebagai berikut: (1) *neoclassical*, (2) *sales accelerator*, (3) *expectations*, dan (4) *liquidity*. Pengembangan terhadap penelitian Jorgenson dan Siebert ini selanjutnya dilakukan oleh Elliot (1973) dengan menggunakan analisis *cross-section* dan *time series* dengan sampel sebanyak 184 perusahaan manufaktur dan non-manufaktur, menemukan model likuiditas dalam urutan yang pertama. Menurut Nair (1979), urutan-urutan dari berbagai model sebagian tergantung pada teknik akuntansi yang digunakan. Grabowski dan Mueller (1972) membandingkan kekuatan penjelas dari model kekayaan pemegang saham neo-klasik (*neoclassical shareholder welfare model*) dengan model kekayaan manajerial yang didasarkan pada likuiditas (*liquidity-based managerial welfare model*) menyimpulkan bahwa model yang kedua lebih unggul baik secara konseptual ataupun secara statistik. Lebih jauh lagi, Fazzari dan Athey (1987) dan Fazzari, et al., (1988) memberikan bukti bahwa likuiditas menambahkan kekuatan penjelas yang signifikan pada berbagai model *capital expenditure*.

Penelitian yang dilakukan oleh Sartono (2001) pada perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan jumlah sampel 223 perusahaan selama

5 tahun, untuk melihat pengaruh *internal cash flow* dan *insider ownership* terhadap *capital expenditures* menyatakan bahwa *internal cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*, sedangkan *insider ownership* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Hal ini menunjukkan bahwa berlakunya hipotesis *pecking order* di Indonesia dan tidak berlakunya hipotesis *managerial*.

Meskipun pada penelitian terdahulu pada umumnya sepakat bahwa *internal cash flow* adalah penentu penting dari tingkat *capital expenditure* namun terdapat ketidakcocokan mengenai model *pecking order* dan *managerial* yang berkaitan dengan faktor penentu tingkat *capital expenditure*.

Hipotesis *pecking order* mengabaikan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham saat ini. Menurut penelitian yang dilakukan Myers (1994) dan Myers dan Majluf (1984) mengenai hipotesis *pecking order*, para manajer cenderung untuk membuat keputusan *capital expenditure* dengan mengandalkan *internal cash flow* karena adanya informasi yang asimetrik antara mereka sendiri dan calon pemegang saham yang potensial. Pada saat manajer berusaha untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang saat ini memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh para pemegang saham baru yang potensial, maka para investor baru akan berkurang kemauan mereka dalam membayar saham-saham baru dengan asumsi bahwa para manajer akan menggunakan informasi internal untuk melakukan tindakan demi kepentingan-kepentingan para pemegang saham saat ini. Jika informasi internal tersebut bersifat menguntungkan, maka para menejer akan berusaha untuk menggunakan sumber dana keuangan eksternal yang diperlukan untuk mengeluarkan saham-saham yang bernilai rendah (*under-value shares*). Manajer-manajer yang sepenuhnya bergantung pada sumber dana eksternal akan menolak pendanaan untuk

beberapa *capital expenditure* yang akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham saat ini.

Menurut hipotesis *pecking order*, ketergantungan pada *internal cash flow* disebabkan oleh usaha para manejer dalam mendapatkan saham-saham bernilai rendah (*under value*) yang ditetapkan oleh pasar-pasar modal yang tidak sempurna, sehingga tetap mempertahankan kemampuan untuk menangani semua *capital expenditures* yang akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham saat ini.

Di sisi lain, hipotesis manajerial memfokuskan pada *conflict of interest* antara manajer dengan pemegang saham saat ini yang muncul dari pemisahan kontrol dan kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) memberikan penjelasan tentang konflik antara para manejer dengan pemegang saham dalam bentuk teori keagenan (*agency theory*). Jensen (1986) mengemukakan bahwa adanya *equity agency conflict* antara manajemen dengan pemegang saham, terutama jika perusahaan memiliki *excess cash flows*. *Excess cash flows* tersebut kecenderungannya akan digunakan oleh manajemen untuk meningkatkan keuntungan pribadi (*perquisites*) melalui investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Lebih jauh lagi, Jensen (1986) menggunakan suatu pendapat tentang teori *agency* yang menyimpulkan bahwa 'permasalahannya adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mengeluarkan kas yang diinvestasikan pada *capital expenditure* yang tidak sejalan dengan kepentingan-kepentingan para pemegang saham'. Beberapa peneliti lain berpendapat bahwa *agency conflict* dapat ditekan namun tidak dapat dihilangkan (Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Jensen and Ruback, 1983; Hart, 1983; Jensen 1986).

Menurut Sartono (2001), ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Kepemilikan ini akan

mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan *dividend pay out ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak luar seperti pengawasan pasar modal, *investment banker*, investor, dan kreditur (Crutchley dan Hansen, 1989). Sedangkan alternatif terakhir adalah meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976; Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, 1986). Di samping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan tindakan *perquisite* yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, et al., 1992; Jensen 1986) dengan meningkatkan pengawasan oleh kreditor.

Akan tetapi menurut Grossman dan Hart (1982), tingkat kepemilikan *insider (insider ownership)* dan hutang yang tinggi juga akan berdampak buruk terhadap perusahaan. Jika kepemilikan *insider* tinggi, manajer memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak *stockholder* external akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan *insider*. Hal ini disebabkan karena *insider* mempunyai hak *voting* yang besar atas kepemilikannya yang tinggi. Begitu juga jika hutang yang tinggi, akan berdampak munculnya *financial distress* yang akhirnya meningkatkan *bankruptcy cost*.

Disisi lain, Friend dan Lang (1988), dan Bathala, et al., (1994), mengatakan bahwa *insider ownership* yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang *non diversifiable*. Ini terjadi sebagai akibat dari adanya kecenderungan *insider* untuk memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Untuk

membayai proyek tersebut *insider* memilih pembiayaan melalui hutang. Dengan kebijakan tersebut *insider* dapat mengalihkan penanggung risiko kepada pihak kreditur apabila proyek gagal. Sedangkan bila proyek berhasil *stockholder* akan mendapat hasil residu karena pemegang hutang atau kreditur hanya akan dibayar sebesar bunga dengan besaran tertentu. Disisi lain, penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan atau *bankruptcy risk* (Bathala, et al., 1994).

Menurut Bathala, et al., (1994), peningkatan kepemilikan institusional dapat menghilangkan hutang dan *insider ownership* untuk mengurangi *agency conflict*, artinya, hutang dan *insider ownership* berhubungan secara terbalik dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional yang meningkat akan mengurangi *agency cost* atas *debt* dan *insider ownership* karena semakin besar kepemilikan institusional maka konflik antara kreditur dengan manajer akan semakin berkurang akhirnya menekan biaya keagenan.

Berdasarkan uraian diatas, hipotesis *pecking order* dan hipotesis *managerial* sama-sama menyatakan bahwa *internal cash flow* merupakan faktor penentu dari *capital expenditure*, semakin besar *internal cash flow* maka semakin besar *capital expenditure* perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang disusun berkaitan dengan hipotesis *pecking order* dan hipotesis *managerial* yaitu:

H1: *Internal cash flow* mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat *capital expenditures* perusahaan.

2. Internal cash flow, Insider ownership dan Capital expenditures.

Teori Keagenan merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi kontrol dengan fungsi kepemilikan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham suatu perusahaan kurang dari

seratus persen, sehingga manajer mendapatkan insentif dan kesempatan untuk melakukan tindakan yang tidak menguntungkan bagi pemilik lain, melainkan cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya. Insentif tersebut ada karena manajer memperoleh keuntungan *non-finansial* dari tindakan mereka tanpa harus menanggung semua biaya finansial atas kesalahan dalam pengambilan keputusan dan tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Sedangkan kesempatan (peluang) muncul sebagai akibat ketidakmampuan pemegang saham luar untuk melakukan pengawasan atas semua tindakan yang dilaksanakan oleh pihak manajemen.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan investasi. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, oleh karena itu mereka akan melakukan diversifikasi pada portofolio assetnya untuk meminimalkan risiko (Tandelilin, 2001). Sedangkan manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Perbedaan preferensi antara manajer dan pemilik dalam kaitannya dengan asimetri informasi, sebagai akibat dari pemisahan kepemilikan dan kontrol, telah mengarahkan pada penggunaan beberapa mekanisme untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik. Dua mekanisme yang termasuk dalam kategori ini adalah perencanaan kompensasi yang didasarkan pada perhitungan akuntansi (*accounting-base compensation plans*) dan *insider ownership* dari saham dan opsi.

Penelitian yang dilakukan Gaver (1992) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dapat mengadopsi rencana kinerja dalam jangka panjang untuk menyelaraskan insentif manajemen dan kepentingan pemegang saham dalam menentukan kesempatan investasi (*investment opportunity sets*). Tingkat *capital expenditure* dipengaruhi oleh pertimbangan atau kebijaksanaan yang dilakukan *agency* dan

rencana kompensasi yang berdasarkan insentif (*incentive-based compensation plans*) yang digunakan untuk mengupayakan keselarasan kepentingan manajer dan pemegang saham (Agrawal dan Mandelker, 1987; Gaver, 1992).

Meskipun terdapat beberapa penelitian terdahulu yang membahas tentang *capital expenditure* (misalnya: McConnel, 1985 dan Waegelian, 1988) namun masih sedikit diketahui hubungan antara *insider ownership* dan *capital expenditure*. Namun demikian, terdapat peneliti lain yang melakukan studi tentang pengaruh-pengaruh lain dari *insider ownership*. Hasil penelitian Haugen dan Senbet (1981) menunjukkan bahwa *insider ownership* atas opsi-opsi yang ada bisa memberikan insentif bagi para manajer dalam membuat keputusan-keputusan yang mendukung kepentingan pemegang saham. Morck et al. (1988) menemukan bahwa adanya hubungan antara *insider ownership* dan kinerja finansial perusahaan. Hasil penelitian empiris yang dilakukan Jensen et al. (1992) membuktikan adanya interdependensi antara *insider ownership*, tingkat hutang, dan kebijaksanaan dividen. Menurut Walkling dan Long (1984), Benston (1985), Agrawal dan Mandelker (1987), dan Sicherman dan Pettway (1987) memberikan bukti-bukti bahwa *insider ownership* mempengaruhi tingkatan dan sifat aktifitas merger dan akuisisi yang akan dimasuki oleh perusahaan. Seperti yang dikutip dari Benstone (1985, p.82):

..... *kepemilikan saham merupakan suatu cara penting, dimana para manajer didorong untuk bertindak demi kepentingan-kepentingan para pemegang saham.*

Kenyataannya bahwa banyak penelitian telah menemukan efek *insider ownership* atas berbagai keputusan yang diambil, mengarahkan pada adanya kemungkinan bahwa *insider ownership* juga berpengaruh pada tingkat *capital expenditure*.¹

¹ *Insider ownership* juga telah ditunjukkan membantu menyelaraskan kepentingan manajer dan pemiliki saham

Menurut hipotesis manajerial, *internal cash flow* memberikan peluang bagi manajer yang mengutamakan kepentingan dirinya sendiri untuk melakukan tingkat *capital expenditure*, dan tingkat *insider ownership* yang rendah memberikan insentif bagi manajer untuk melakukan tingkat *capital expenditure* yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang diinginkan oleh pemegang saham. Dalam hipotesis *managerial, insider ownership* diharapkan dapat menekan kecenderungan para manajer untuk melakukan *over-investment* dalam *capital expenditures* perusahaan, karena mereka ikut menanggung risiko-risiko dari tindakan yang mereka lakukan. Dengan demikian terdapatnya hubungan negatif antara *capital expenditure* dengan *insider ownership*. Maka dapat disusun hipotesis penelitian:

H2: *Insider ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap tingkat *capital expenditures* perusahaan.

3. *Investment Opportunity dan teori pecking order*

Munculnya istilah *investment opportunity* dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang. Menurut Gaver dan Gaver (1993) opsi investasi dimasa yang akan datang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan kesempatan investasi dibanding dengan perusahaan yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Penelitian yang dilakukan Myers (1977) mengaitkan adanya peluang pertumbuhan dan

pinjaman perusahaan. Dalam modelnya, pinjaman perusahaan berhubungan terbalik dengan nilai perusahaan yang tergantung pada nilai *investment opportunity* masa yang akan datang. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa pengeluaran untuk merealisasikan *investment opportunity* yang bernilai pada masa yang akan datang mungkin tidak dilaksanakan. Hal ini disebabkan karena kondisi yang dihadapi perusahaan dimasa yang akan datang mungkin tidak menguntungkan dan menghendaki untuk menunda investasi. Kemudian, para manajer cenderung untuk memenuhi target rasio hutang terhadap aset dari *investment opportunity*. Semakin tinggi proporsi terhadap aset mencerminkan rasio hutang yang semakin tinggi. Hasil penelitian memberikan bukti yang konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992).

Menurut penelitian yang dilakukan Jung, et al. (1995) mendukung bahwa para manajer yang menghendaki atau berorientasi pada pertumbuhan lebih cenderung melakukan peningkatan modal dengan memanfaatkan ekuitas karena dengan ekuitas memberikan mereka kewenangan dalam peningkatan dana dari menggunakan hutang.² Namun dibandingkan dengan ekuitas, dengan adanya hutang mensyaratkan manajemen melakukan pengeluaran kas (*pay out cash flow*) sehingga mereka tidak dapat menggunakan aliran kas untuk melakukan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Sebagai akibatnya, pendanaan dengan hutang memaksimalkan nilai perusahaan bagi perusahaan-perusahaan dengan *investment opportunity* yang menguntungkan. Sementara itu, hubungan kewenangan dengan pendanaan ekuitas merupakan hal yang berharga bagi perusahaan-perusahaan dengan *investment opportunity*

berkaitan dengan keputusan jual (*sell-off decisions*) (Hirschey dan Zaima, 1989). Bagaimanapun, dalam merger dan akuisisi, keputusan jual (*sell-off decisions*) adalah bentuk keputusan yang berbeda secara substansial dari *capital expenditure*

² Survai yang dilakukan Pinegar dan Wilbricht (1989) pada Fortune 500 melaporkan bahwa prinsip-prinsip perencanaan finansial seperti 'mempertahankan fleksibilitas finansial' dan 'menjamin kelangsungan jangka panjang' merupakan dua karakteristik paling penting bagi manajer ketika mempertimbangkan sumber pendanaan.

yang lebih baik, karena lebih memungkinkan perusahaan –perusahaan tersebut dapat memperoleh banyak keuntungan dari *investment opportunity*-nya. Dengan analisis tersebut perusahaan-perusahaan yang mempunyai *investment opportunity* yang bagus cenderung untuk menerbitkan ekuitas. Perusahaan-perusahaan yang memiliki *investment opportunity* yang jelek akan menerbitkan hutang jika manajemen dimonitor oleh penyedia modal terhadap perusahaan dan penerbitan ekuitas lainnya. Jung, et al., (1995) melaporkan bahwa dengan *investment opportunity* yang lebih baik, lebih memungkinkan untuk menerbitkan ekuitas dan reaksi harga saham terhadap penerbitan ekuitas akan lebih menguntungkan bagi perusahaan-perusahaan dengan *investment opportunity* yang bagus.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Barclay et al. (1999), mengemukakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena terdapat banyak *investment opportunity* sehingga dividen yang dibayarkan lebih rendah dari perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

Konsep hipotesis *pecking order*, dengan mengandalkan *internal cash flow* merupakan konsekuensi tindakan manajer demi kepentingan para pemegang saham saat ini, dengan mengabaikan tingkat *insider ownership* dan *internal cash flow* digunakan untuk mendanai *investment opportunity* yang menguntungkan dimasa yang akan datang. Selain itu hipotesis *pecking order* mengasumsikan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan (*conflict of interest*) antara para manajer dan para pemegang saham saat ini, sehingga mengimplementasikan bahwa tidak ada pengaruh antara *capital expenditure* dengan *insider ownership*.

Teori *pecking order* yang berhubungan dengan pendanaan perusahaan menyatakan bahwa para manajer mengikuti suatu hirarki pendanaan sebagai berikut: pendanaan internal, pinjaman, dan pendanaan ekuitas eksternal (Myers, 1984).

Menurut Jensen (1986), jumlah yang besar dari *free cash flow* mengarahkan perusahaan untuk mendanai akuisisi dengan *cash*. Dengan demikian perusahaan-perusahaan yang mempunyai jumlah kas yang besar atau aliran kas yang tinggi, atau kapasitas kecukupan hutang lebih memungkinkan untuk menggunakan *cash* untuk mendanai investasi mereka.

Studi yang dilakukan oleh Donaldson (1961; pada Brigham dan Gapenski, 1996) tentang bagaimana perusahaan secara aktual menetapkan hirarki pendanaan, menemukan bahwa:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dengan menghasilkan dana secara internal, yaitu dengan *retained earning* dan depresiasi.
2. Perusahaan menetapkan target *divident pay out ratio* berdasarkan pada: (a) ekspektasi *investment opportunity* dimasa yang akan datang, dan (2) ekspektasi terhadap *cash flow* masa yang akan datang. Target *pay out ratio* ditetapkan pada level tertentu, seperti *retained earning* ditambah depresiasi akan memenuhi kebutuhan *capital expenditure* dibawah kondisi normal.
3. Dividen “*sticky*” dalam jangka pendek – perusahaan-perusahaan enggan untuk meningkatkan dividen karena bila meningkatkan dividen maka manajemen harus menunjukkan bahwa mereka mampu menjaga level dividen tersebut. Dengan demikian hipotesis *pecking order* mendukung bahwa manajemen tidak akan melakukan penurunan dividen karena memberikan pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.
4. Jika perusahaan mempunyai *internal cash flow* yang lebih dari yang dibutuhkan untuk menutupi *capital expenditure*-nya, maka akan menginvestasikannya dalam *marketable security*, meningkatkan dividen, atau pembelian kembali saham. Jika *internal cash flow* tersebut tidak mencukupi untuk mendanai proyek-proyek baru yang

tidak dapat ditunda, hal itu akan tercerminkan pada penurunan portofolio *marketable securities*-nya, kemudian berlanjut pada pendanaan eksternal: pertama, menerbitkan hutang, *convertible bond*, dan *common stock* sebagai “*last resort*.” Dengan demikian Donaldson menyimpulkan bahwa pendanaan sumber dana dari hutang lebih aman dari ekuitas.

Berdasarkan hipotesis *pecking order* jika *investment opportunity* dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut demi memaksimalkan kepentingan pemegang saham, sehingga *capital expenditure* akan meningkat sesuai dengan peningkatan *investment opportunity*.

Akan tetapi berbeda dengan hipotesis *managerial*, manajer lebih cenderung melakukan *over investment*, dimana manajer meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan melakukan *capital expenditure* yang berlebihan tanpa memperhitungkan kesejahteraan pemegang saham dan tanpa memperhatikan *investment opportunity* yang ada, maka menurut hipotesis *managerial* tidak ada pengaruh *investment opportunity* terhadap *capital expenditures* perusahaan. Berdasarkan hal tersebut peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Investment opportunity* mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat *capital expenditures*.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan hanya pada jenis industri manufaktur, dengan demikian diharapkan adanya konsistensi hasil penelitian untuk generalisasi.

Sampel yang digunakan pada penelitian adalah data perusahaan selama 4 tahun, 1993 sampai dengan 1996, perusahaan yang

melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Pembatasan periode tersebut karena selama periode ini dapat dikatakan bahwa kinerja Pasar Modal Indonesia (BEJ) mengalami masa yang normal. Sedangkan setelah bulan Juli 1997, kinerja Pasar Modal Indonesia (BEJ) mengalami masa krisis ekonomi.

Pemilihan sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgment sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan berdasarkan pada beberapa kriteria tertentu (Emory dan Cooper, 1995: 228). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 64 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Adapun kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah beroperasi dan terdaftar sebagai perusahaan publik di *Jakarta Stock Exchange* (BEJ) antara tahun 1993 sampai dengan 1996.
2. Perusahaan-perusahaan harus mempunyai *insider ownership* seperti direktur dan komisaris yang terdaftar sebagai *shareholders*.
3. Perusahaan-perusahaan harus melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory*.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, maka variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. *Capital expenditure* (*Capexp*)

Capital Expenditures adalah jumlah pengeluaran dana yang dilakukan oleh manajemen terhadap *property*, *plant*, dan *equipment*. Seperti yang didefinisikan oleh Griner dan

Gordon (1995), proksi yang digunakan adalah selisih antara total *fixed asset* saat ini dengan total *fixed asset* pada periode sebelumnya dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Capexp}_{it} = \text{Total fixe asset}_t - \text{Total fixe asset}_{t-1}$$

2. Internal Cash Flow (Flow)

Internal Cash Flow yaitu merupakan aliran kas suatu perusahaan pada periode tertentu yang diproksikan oleh selisih antara *net operating profit after taxes* (NOPAT) dengan *net investment in operating capital* (NIOC) (Brigham, 1999). Variabel NOPAT dan NIOC dipakai dengan pertimbangan angka-angka tersebut mampu mewakili nilai aliran kas atau kas aktual yang tersedia yang benar-benar dimiliki perusahaan pada periode t.

$$\text{FLOW}_{it} = \text{NOPAT}_{it} - \text{NIOC}_{it}$$

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT}(1 - \text{Tax rate})$$

$$\text{NIOC} = \text{TOC}_t - \text{TOC}_{t-1}$$

$$\text{TOC} = \text{NOWC} + \text{NFA}$$

$$\text{NOWC} = (\text{all current assets that do not pay interest}) - (\text{all current liabilities that do not charge interest})$$

Dimana:

NOPAT_{it} = *net operating profit after taxes* perusahaan i pada periode t

NIOC_{it} = *net investment in operating capital* perusahaan i pada periode t.

EBIT = *earning before interest and taxes*

TOC = *total operating capital*

NOWC = *net operating working capital*

NFA = *net fixed assets*

3. Insider Ownership (IO)

Insider Ownership adalah prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi pada

perusahaan i pada periode t untuk masing-masing periode pengamatan.

Secara matematik dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{IO}_{it} = \frac{D \& C \text{ SHRS}_{it}}{\text{TOTSHRS}_{it}}$$

di mana:

D dan C SHRS_{it} = Saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi pada perusahaan i pada waktu t. (Chen dan Steiner, 1999; Crutchley dan Hansen, 1989).

TOTSHRS_{it} = Total jumlah saham yang dikeluarkan.

4. Investment Opportunity (IOp)

Yaitu suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977). Proksi yang digunakan adalah rasio *book value of gross property, plant, and equipment* (PPE) dengan *book value of the asset* (BVA) (Sami dkk., 1999).

$$\text{IOp}_{(t+1)} = \left[\frac{\text{PPE}_t}{\text{BVA}_t} \right]$$

di mana:

IOp = *investment opportunity*

PPE_t = nilai buku *property, plant and equipment* pada tahun t.

BVA_t = nilai buku total aktiva pada tahun t

5. $\left[\frac{\text{Flow}(it) \cdot \text{IOp}(t+1)}{\text{IO}(it)} \right]$ merupakan *interaction effect* antara *Internal Cash Flow*, *Insider Ownership*, dan *Investment Opportunity*. Hipotesis manajerial memprediksikan arah hubungan positif untuk koefisien interaksi antara *internal cash flow*, *insider ownership* dan *investment opportunity*.

6. Sales

Sales (penjualan) yaitu nilai penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan pada periode tertentu. Variabel *sales* digunakan untuk mengontrol *size*, ini dimunculkan sebagai variabel kontrol dengan tujuan supaya *internal cash flow*, *insider ownership*, dan *investment opportunity* dapat diketahui pengaruhnya dengan jelas sehingga dapat memperkecil tingkat bias minimum (Gordon dan Griner, 1995). Alasan memasukkan variabel ini sebagai variabel kontrol adalah karena tanpa mengontrol variabel ini hubungan antara *capital expenditure* dengan *internal cash flow* tidak akan terduga, karena *capital expenditures* dan *internal cash flow* kemungkinan memiliki hubungan yang positif dengan ukuran perusahaan, begitu juga halnya dengan *investment opportunity*. Selanjutnya, begitu juga hubungan antara *capital expenditure* dengan *insider ownership* bisa menjadi tidak terduga, karena perusahaan besar cenderung kepemilikan *insider ownership*nya kecil.

Teknik Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis yang digunakan pada penelitian ini dengan menggunakan analisis *multiple regression*. Prosedur dalam analisis *multiple regression* untuk model penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Membentuk persamaan pembanding (*benchmark model*) untuk mengontrol faktor-faktor lain yang teridentifikasi memiliki pengaruh terhadap *capital expenditures*. Pada model ini akan dimasukkan satu determinan penting *capital expenditure* sebagai variabel kontrol yaitu *firm size* yang diprosikan dengan *sales*.

$$\text{Capexp}(it) = B0 + B1 * [\text{Sales}(it)]$$

Sales (it) = Nilai penjualan yang dihasilkan perusahaan i pada periode t.

- Memperluas model pembanding dengan memasukkan variabel kontrol (*sales*) dan

variabel utama (*internal cash flow*, *insider ownership*, *investment opportunity*) serta interaksi antara independen variabel ke dalam bentuk analisis *multiple regression* secara bersamaan untuk melihat pengaruh variabel utama terhadap variabel dependen. Maka persamaan regresi lengkap adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Capexp}(it) = & B0 + B1 * [\text{Sales}(it)] + \\ & B2 * [\text{Flow}(it)] + B3 * [1/\text{IO}(it)] + \\ & B4 * [\text{IOp}(t+1)] + \\ & B5 * \left[\frac{\text{Flow}(it) \cdot \text{IOp}(t+1)}{\text{IO}(it)} \right] \end{aligned}$$

Selanjutnya untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan cara menggunakan uji statistik t, yaitu pengujian signifikansi tiap-tiap variabel independen terhadap variabel dependen (pengujian secara parsial).

HASIL PENELITIAN

Agar model regresi menunjukkan hubungan yang valid atau tidak bias, maka perlu dilakukan uji asumsi klasik terhadap model yang diajukan. Hasil pengujian asumsi klasik terhadap model penelitian menyatakan tidak terjadinya pelanggaran terhadap multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas diantara variabel explanatori dalam model persamaan regresi.

Adapun model persamaan regresi penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned} \text{Capexp}(it) = & B0 + B1 * [\text{Sales}(it)] + \\ & B2 * [\text{Flow}(it)] + B3 * [1/\text{IO}(it)] + \\ & B4 * [\text{IOp}(t+1)] + \\ & B5 * \left[\frac{\text{Flow}(it) \cdot \text{IOp}(t+1)}{\text{IO}(it)} \right] \end{aligned}$$

Dengan menggunakan aplikasi program SPSS maka hasil pengolahan model persamaan regresi dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Tahun 1993, 1994, 1995, 1996.

1993			1994		1995		1996	
N = 43			N = 44		N = 43		N = 44	
R ² = 0,712			R ² = 0,757		R ² = 0,799		R ² = 0,559	
F = 18,308***			F = 23,708***		F = 29,506***		F = 9,621***	
	B	t	B	t	B	t	B	t
B0	51,980	2,900***	35,536	2,629**	21,746	2,000*	6,368	3,063***
B1	0,123	7,657***	6,230E-02	3,069***	7,057E-02	8,842***	8,705E-02	3,751***
B2	0,181	2,493**	0,908	4,552***	0,389	3,474***	0,328	2,175**
B3	2,438E-02	1,304	9,278E-03	0,540	1,846E-03	0,235	2,713E-02	1,279
B4	9,969E-03	0,350	4,424E-02	1,685*	2,260E-03	0,210	0,137	2,834***
B5	-3,210	-2,320**	-2,677	-2,631**	-1,104	-1,313	-2,96E-02	-0,811

* Signifikan pada level 0,10

** Signifikan pada level 0,05

*** Signifikan pada level 0,01

B = Koefisien Regresi

t = t hitung

B0 = Konstanta

B1 = Sales

B2 = Internal Cash Flow

B3 = Insider Ownership

B4 = Investment Opportunity

B5 = Interaksi variabel utama

Berdasarkan hasil pada tabel 1 diatas, maka dapat dilakukan uji statistik secara parsial, untuk mengetahui seberapa besar variabel-variabel independen diatas dapat menjelaskan variabel dependen.

Pengujian secara parsial ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian ini secara individu mampu menjelaskan variabel dependen.

1. Internal Cash Flow

Pada table 1 dapat dilihat bahwa *internal cash flow* untuk masing-masing tahun mempunyai tanda koefisien (B2) yang positif dan signifikan pada level 0,01 pada tahun 1994 dan 1995, dan pada tahun 1993 dan 1996 signifikan pada level 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *internal cash flow* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *capital expenditure* perusahaan, dengan kata lain, semakin besar *internal cash flow* perusahaan maka semakin besar *capital expenditure* nya. Dengan demikian hipotesis H1 tidak ditolak. Hal ini juga sesuai dengan apa yang diprediksikan oleh *pecking order* maupun *managerial hypothesis*,

dimana *internal cash flow* merupakan suatu faktor penentu dari *capital expenditure*.

Arah hubungan dan hasil pengujian antara *internal cash flow* dan *capital expenditure* sesuai dengan teori, dan konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fazzary dan Athey (1987), Fazzary et al. (1988), Gordon dan Griner (1995), dan Sartono (2001). Berdasarkan penelitian ini perusahaan-perusahaan manufaktur yang ada di BEJ, *internal cash flow*nya akan menentukan besarnya *capital expenditure* dengan arah yang sama, dengan kata lain bahwa pendanaan untuk *capital expenditure* akan diambilkan dari dana internalnya terlebih dahulu, maka semakin besar *internal cash flow* maka *capital expenditure*nya akan besar.

Selanjutnya untuk menentukan mana diantara kedua hipotesis tersebut yang berlaku di Indonesia, maka diperlukan pengujian atas *insider ownership* dan *investment opportunity*.

2. Insider Ownership

Dari hasil perhitungan pada tabel 1, koefisien variabel *insider ownership* (B3) adalah positif tetapi tidak ada satupun yang

signifikan selama periode penelitian ini. Kemungkinan hal ini karena level kepemilikan manajerial masih sangat rendah. Di samping itu data perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial masih sangat rendah. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan variabel *capital expenditure* dengan variabel *insider ownership* relatif kurang kuat bahkan secara statistik tidak ada yang signifikan. Ini berarti *insider ownership* tidak mempengaruhi *capital expenditure* perusahaan. Sementara itu hipotesis *managerial* menyatakan hubungan kedua variabel tersebut signifikan dengan arah yang terbalik. Dengan demikian Hipotesis H2 ditolak, yang mengindikasikan berlakunya hipotesis *pecking order* dan menolak hipotesis *managerial*, karena *insider ownership* pada tabel 1 di atas tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hal tersebut membuktikan bahwa kecenderungan manajer dalam menentukan tingkat *capital expenditure* adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham secara keseluruhan tanpa mempertimbangkan *insider ownership* atas saham perusahaan. Jadi berdasarkan penelitian ini dapat dikatakan bahwa keputusan atau pendanaan dalam *capital expenditure* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEJ tidak akan dipengaruhi oleh *insider ownership*.

Penemuan ini sesuai dengan apa yang diprediksikan oleh hipotesis *pecking order*, dan selanjutnya hasil penelitian ini bertentangan dengan prediksi hipotesis *managerial* yang menyatakan bahwa pengaruh *insider ownership* terhadap *capital expenditure* perusahaan adalah signifikan dengan arah yang terbalik. Dengan demikian pemegang saham tidak perlu memberikan kepemilikan saham kepada pihak manajemen, dalam rangka mengatasi perilaku manajemen yang cenderung melakukan *over-investment* dalam keputusan-keputusan *capital expenditure*. Penelitian ini belum mampu menjelaskan fenomena terjadinya *agency conflict* antara pemegang saham dan manajemen. Sementara itu, setiap ada pemisahan kepemilikan dan pengendalian selalu memunculkan konflik. Hasil penelitian

ini konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984).

3. Investment Opportunity

Dari hasil perhitungan tabel 4.2, menunjukkan hasil bahwa koefisien variabel *investment opportunity* (B4) berpengaruh positif setiap tahunnya dan secara statistik signifikan pada level 0,10 pada tahun 1994 dan pada level 0,01 pada tahun 1996. Hasil ini secara parsial mendukung hipotesis *pecking order*. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapatnya pengaruh *investment opportunity* terhadap *capital expenditure*. Dengan demikian Hipotesis H3 diterima, yang menunjukkan berlakunya hipotesis *pecking order* di Indonesia. Jadi ini berarti bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di BEJ dalam melakukan *capital expenditure* sangat dipengaruhi oleh *investment opportunity*, dengan kata lain bahwa semakin besar *investment opportunity* yang menguntungkan maka *capital expenditure* yang dikeluarkan akan semakin besar, karena manajer berusaha mengambil peluang-peluang tersebut demi memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Barclay, et al. (1999), yang menyatakan bahwa perusahaan akan membutuhkan lebih banyak dana jika terdapat *investment opportunity* yang menguntungkan.

Variabel kontrol (*sales*)

Dari hasil statistik tabel 1 diperoleh bahwa koefisien B1 positif setiap tahunnya dan secara statistik signifikan pada level 0,01. Hal ini berarti bahwa *sales* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *capital expenditure*, dan selanjutnya ini menunjukkan bahwa selain variabel utama yang diteliti yaitu *internal cash flow*, *insider ownership* dan *investment opportunity* masih ada variabel lain yang berpengaruh terhadap *capital expenditure* yang perlu diperhatikan. Hasil ini konsisten

dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995).

Untuk bisa memahami sepenuhnya pengaruh-pengaruh *insider ownership* dan *investment opportunity*, maka perlu mempertimbangkan tentang kemungkinan adanya interaksi dengan *internal cash flow*. Dimasukkannya aspek interaksi kedalam persamaan adalah untuk menguji hipotesis *managerial*. Menurut hipotesis *managerial* tingkat *internal cash flow* yang tinggi memberikan peluang bagi para manajer untuk melakukan *over-investment* dalam *capital expenditure*, dan tingkat *insider ownership* yang rendah akan memberikan insentif. Sedangkan besar kecilnya *investment opportunity* tidak mempengaruhi manajer dalam melakukan *capital expenditure*, karena *capital expenditure* yang dilakukannya tidak berdasarkan pada *investment opportunity* yang ada, akan tetapi berdasarkan pada keinginan manajer untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri untuk mendapatkan insentif lain dengan melakukan *over investment*. Dengan demikian, hipotesis manajerial memprediksikan adanya arah hubungan yang positif untuk koefisien interaksi antara *internal cash flow* dengan *insider ownership* dan dengan *investment opportunity*. Hasil dari tabel 1, menunjukkan bahwa tanda koefisien B5 memiliki arah negatif setiap tahunnya dan secara statistik signifikan pada tahun 1993 dan tahun 1994. Dengan demikian hasil tersebut tidak memberikan dukungan terhadap hipotesis *managerial*. Hal ini mengindikasikan bahwa insentif untuk *over-investment* (dalam bentuk *insider ownership* yang rendah) tidak selalu mendorong manajer untuk melakukan *capital expenditure* yang lebih tinggi kecuali jika manajer juga mempunyai peluang untuk mendanai pengeluaran melalui *internal cash flow*.

Secara keseluruhan, hasil ini memberikan dukungan pada hipotesis *pecking order*. *Internal cash flow* dan *investment opportunity* merupakan penentu penting dari tingkat *capital*

expenditure, sementara *insider ownership* tidak. Hasil ini bertentangan dengan prediksi dari hipotesis manajerial dan mendukung pandangan Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) bahwa ketergantungan pada *internal cash flow* tidak merefleksikan adanya konflik kepentingan (*agency conflict*) antara para manager dengan para pemegang saham, akan tetapi dalam hal ini terjadinya asimetri informasi antara manajer dengan pemegang saham. Disamping itu penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Gordon dan Griner (1995), dan Sartono (2001).

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan yang bisa diberikan dari hasil tersebut adalah bahwa ketergantungan pada *internal cash flow* untuk membiayai *capital expenditure* bukan disebabkan oleh adanya konflik kepentingan (*conflict of interest*) antara manajer dengan para pemegang saham saat ini, namun lebih merupakan konsekuensi dari adanya asimetri informasi (*information asymmetries*) antara manajer dengan para pemegang saham baru yang potensial sesuai dengan penemuan Griner dan Gordon (1995). Kemudian hasil terakhir yang bisa kita simpulkan adalah *investment opportunity* ternyata mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan pada tahun 1994 dan tahun 1996 dari penelitian, ini menunjukkan bahwa *investment opportunity* akan mempengaruhi tingkat *capital expenditure* perusahaan.

Penemuan ini konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984), dimana berlakunya hipotesis *pecking order* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Namun demikian, penelitian ini tidak dapat mengungkapkan penjelasan tentang mengapa direktur dan komisaris tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *capital expenditure* perusahaan. Akan tetapi dalam hal ini mungkin terdapatnya kecenderungan bahwa tingkat *capital expenditure* menjadi keputusan manajer pada level divisi, bukan menjadi keputusan direktur

dan komisaris pada level manajemen puncak (*top management*) (Griner dan Gordon, 1995).

Hasil penelitian ini mendukung secara parsial adanya *pecking order theory* dan tidak mendukung hipotesis *managerial*. Implikasi hasil penelitian ini, pada *pecking order* hipotesis yang terjadi adalah asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pemegang saham, bukan karena *conflict of interest* antara kedua belah pihak tersebut. Maka pemegang saham tidak perlu memberikan *insider ownership* pada pihak manajemen dalam rangka mengurangi *agency conflict* pada saat pengambilan keputusan *capital expenditure*.

REFERENSI

- Agrawal, A. and G. N. Mandelker (1987), Managerial Incentives and Corporate Investment and Financial Decisions, *Journal of Finance*, Vol. 42 (September), pp. 823-837.
- Baskin, J. (1989), An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring, pp. 26-35.
- Bathala, T. C., K. R. Moon, and R. P. Rao (1994), Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management*, Vol. 23 (Autum), pp. 38-50,
- Benston, G. (1985), The Self-serving Management Hypothesis: Some Evidence, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7 (April), pp. 67-84.
- Berndt, E. R., M. Fuss and L. Waverman (1980), Empirical Analysis of Dynamic Adjustment Models of the Demand for Energy in US manufacturing Industries, 1947-74, *Final Report* (Electric Power Research Institute, Palo Alto).
- Brigham, E. F. et al. (1999), *Intermediate Financial Management*, sixth edition (The Dryden press).
- Brigham, E. F. and Gapenski, L. C. (1996), *Fundamental of Financial Management*, Fifth Edition, The Dryden Press.
- Bromiley, P. (1986), *Corporate Capital Investment: A Behavioral Approach* (Cambridge University Press, London).
- Crutchley, C. E. and Hansen, R. S. (1989), A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends, *Financial Management*, Winter, pp. 36-45.
- Cooper, D. R. dan Emory, C. W. (1995), *Business Research Methods*, fifth edition (Richard D. IRWIN, Inc)
- Dornbusch, R. and S. Fischer (1987), *Macroeconomic*, fourth edition (McGraw-Hill, New York).
- Elliot, J. W. (1973), Theories of Corporate Investment Behavior Revisited, *American Economic Review*, Vol. 63 (March), pp. 195-207.
- Fama, E. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*. Vol. 88 (April), pp. 288-307.
- Fazzari, S. M. and M. J. Athey (1987), Asymmetric Information, Financing Constrains, and Investment, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 69 (August), pp. 481-487.
- _____, R. G. Hubbard and B. C. Petersen (1988), Financing Constrains and Corporate Investment, *Brookings papers on Economic Activity* 1988 (I), pp. 141-206.
- Friend, I., and L. Lang (1988), An Empirical test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp.271-281.
- Gaver, J. J. (1992), Incentive Effects and Managerial Compensation Contracts, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol. 7 (Spring), pp. 137-156.
- Grabowski, H. G. and D. C. Mueller (1972), Managerial and Stockholder Welfare

- Models of Firm Expenditures, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 54 (February) pp. 9-24.
- Griner, E. H. and Gordon, L. A. (1995). Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of The Pecking Order and Managerial Hypotheses, *Journal of Business Finance dan Accounting*, Vol. 22, No.2 (March), pp. 179-199.
- Grossman, S. and O. Hart (1982), *Corporate Financial Structure and Managerial Incentive in the Economics of Information and Uncertainty*, J. McCall, University of Chicago Press, Chicago.
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometrics*, third edition, McGraw-Hill, Inc.
- Hart, O. D. (1983), The Market Mechanism as an Incentive Scheme, *Bell Journal of Economics*, Vol. 14 (Autumn), pp. 301-325.
- Haugen, P. and L. Senbet (1981), Resolving the Agency Problem of external Capital Through Options, *Journal of Finance*, Vol. 36 (June), pp. 629-647.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg and T. S. Zorn (1992), Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 (June), pp. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76 (May), pp. 323-329.
- _____ and W. H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (October), pp. 305-360.
- _____ and R. S. Ruback (1983), The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (April), pp. 5-50.
- Jorgenson, D. W. and C. D. Siebert (1968), A Comparison of Alternative Theories of Corporate Investment Behavior, *American Economic Review*, Vol. 58 (September), pp. 681-712.
- Jung, Kooyul, Tong-Cheol Kim, and Rene Stulz (1995), Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision, *Working Paper*. The Ohio State University, Columbus Ohio.
- Larcker, D. F. (1983), The association between Performance Plan adoption and Corporate Capital Investment, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5 (April), pp. 3-30.
- Madan, D. B. and I. R. Prucha (1989), A note on the Estimation of Non-symmetric Dynamic Factor Demand Models, *Journal of Econometrics*, Vol. 42 (October), pp. 275-283.
- Marris, R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism* (The Free Press, Glencoe, IL)
- McConnell, J. J., and C. J. Muscarella (1985), Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (September), pp. 399-422.
- Morck, R. A., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988), Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (January/March), pp. 293-315.
- Myers, S. C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, No. 5, pp.147-175.
- _____ (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 39 (July), pp. 575-592.
- _____ and N. S. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39 (June), pp. 187-221.

- Nair, R. D. (1979), Economic Analyses and Accounting Techniques: An Emperical Study, *Journal of Accounting Research*, Vol. 17 (Spring), pp. 225-242.
- Nicholson, W. (1992), *Microeconomic Theory: Basic Principles and extensions*, fifth edition (The Dryden Press, Hinsdale, IL).
- Pangeran, Perminas (2000), 'Pemilihan Antara Penawaran Sekuritas Ekuitas dan Hutang: Suatu Pengujian Empiris Terhadap Pecking Order Theory dan Balance Theory', *Thesis Program Pascasarjana (Magister Sains)*, Fakultas Ekonomi UGM Yogyakarta.
- Sartono, A. (2001), Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypothesis atau Pecking Order Hypothesis?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 16, No. 1 (Januari), pp. 54-63.
- Sami, Heibatollah, S. M. Simon Ho, dan C. K. Kevin Lam (1999), Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Finance, Dividend leasing, and Compensation Policies: Some Evidence from an Emerging Market, *Working Paper*, Presented at Program MSI-Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, dated Augustus 2nd 1999.
- Sicherman, N. W. and R. H. Pettway (1987), Acquisition of Divested Assets and Shareholder Wealth, *Journal of Finance*, Vol. 42 (December), pp. 1261-1273.
- Smith, C. W., Jr., and R. L. Watts (1992), The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 263-292.
- Tandelilin, E. (2001), *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta.
- Waeglein, J. F. (1988), The Association between the Adoption Of Short-term Bonusplans and Corporate Expenditures, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 7 (Spring), pp. 43-63.
- Walkling, R. and M. Long (1984), Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance, *Rand Journal of Economics*, Vol. 15 (Spring), pp. 54-66.