

**ANALISIS PENGARUH KESEMPATAN INVESTASI,
INTERNAL CASH FLOW, INSIDER OWNERSHIP
TERHADAP CAPITAL EXPENDITURE:
PERSPECTIVE PECKING ORDER THEORY**

**YEANNIE
RATIH HANDAYANI**

Trisakti School of Management

ratih@stietrisakti.ac.id

The objectives of this study were to observe the effects of investment opportunity, internal cash flow and insider ownership on the capital expenditures in one of the pecking order theory perspective. The pecking order hypothesis postulates that financing for the capital expenditures would take from the internal cash flow first, meant of more higher the financing take from the internal cash flow which impact with the amount of capital expenditures. Managers can choose the level of capital expenditures to maximize the wealth of current shareholders without considering insider ownership in the company. The Population of this study were 138 companies that listed in Jakarta Stock Exchange with sample were 90 companies which have insider ownership inside during 2001 until 2003 that were taken using the purposive sampling method. Data were analyzed using multiple regression analysis. The result of this study shows that the investment opportunity have negative and significant impact on the capital expenditures, and the internal cash flow have positive and significant impact on the capital expenditures. However, the impact of insider ownership on the capital expenditures was not significant.

Keywords: pecking order theory, investment opportunity, internal cash flow, and insider owner's role conflict.

PENDAHULUAN

Berbagai penelitian yang berkaitan dengan faktor-faktor yang menentukan tingkat *capital expenditures* perusahaan telah banyak dilakukan, misalnya Griner dan Gordon (1995), telah memberikan sumbangan-sumbangan penting bagi pemahaman kita tentang faktor-faktor penentu tingkat *capital expenditures* perusahaan. 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. *Capital Expenditures* perusahaan memiliki arti penting untuk alasan tertentu. Pada tingkat makroekonomi, *capital expenditures* adalah merupakan bagian penting dari *aggregate demand* dan produk nasional bruto, pertumbuhan ekonomi dan *business cycles* (Dornbusch dan Fisher 1987).

Penelitian sebelumnya telah menyatakan bahwa *internal cash flow* merupakan penentu penting dari *capital expenditures*. Argumen tentang *internal cash flow* yang telah diusulkan berdasarkan hipotesis *pecking order*, yaitu para manajer memilih tingkat pengeluaran modal yang mampu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini, tanpa mempertimbangkan kepentingannya dalam perusahaan yang bersangkutan (Myers 1984). Oleh karena itu dalam hipotesis *pecking order* tidak terjadi *conflict of interest* antara para manajer dengan para pemegang saham saat ini. Sejumlah studi yang dilaksanakan atas faktor-faktor penentu *capital expenditures* (Fazzari dan Athey 1987), menginterpretasikan arti penting *internal cash flow* dalam kerangka kerja *pecking order*.

Menurut Grossman dan Hart (1982), tingkat *managerial ownership* dan hutang yang tinggi juga akan berdampak buruk terhadap perusahaan. Jika kepemilikan *insider* tinggi, manajer memiliki posisi 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 kepemilikan yang tinggi. Begitu juga jika hutang yang tinggi, akan berdampak munculnya *financial distress* yang akhirnya meningkatkan *bankruptcy cost*.

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. Dengan analisis tersebut perusahaan-perusahaan yang mempunyai *investment opportunity* yang bagus cenderung untuk menerbitkan ekuitas. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang memiliki *investment opportunity* yang jelek akan menerbitkan hutang jika manajemen dimonitor oleh penyedia modal terhadap perusahaan dan penerbitan ekuitas yang lainnya.

Permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah kesempatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan, *Internal Cash Flow* dan *Insider Ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *Capital Expenditures*.

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pecking Order Theory

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan, dimana perusahaan lebih menggunakan *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan (Donaldson 1961). Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka akan lebih memilih hutang sebelum *external equity* (Myers dan Majluf 1984). *Internal Equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru. Sesuai dengan teori *pecking order*, maka investasi akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu. Kemudian baru diikuti dengan penerbitan hutang yang terdiri dari atas hutang bebas risiko (*risk free debt*) dan hutang berisiko (*risky debt*) setelah hutang tidak mencukupi, maka langkah terakhir dengan penerbitan saham (ekuitas) baru (Myers 1984). Dalam model *pecking order* sederhana (*simple pecking order theory*), hutang biasanya bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan dan hutang berkurang jika investasi kurang dari *retained earning*.

Tetapi dalam pandangan *pecking order* yang kompleks (*complex pecking order theory*) menurut Myers (1984), bahwa perusahaan lebih perhatian dengan *financing cost* (biaya pendanaan) saat ini dan masa yang akan datang. Dengan menyeimbangi *financing cost*, mungkin terjadi pada perusahaan yang *expected investment*-nya besar akan mempertahankan agar kapasitas *risk debt* tetap rendah guna menghindari dibatalkannya investasi dimasa datang atau menghindari investasi didanai dengan *risk security* baru.

Kesempatan Investasi dan *Capital Expenditures*

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 penggunaan hutang yang ada. Namun dibandingkan dengan ekuitas, 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* lebih baik, karena lebih memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut dapat memperoleh banyak keuntungan dari *investment opportunity*-nya.

Dengan analisis tersebut perusahaan yang mempunyai *investment opportunity* yang bagus cenderung untuk menerbitkan ekuitas. Menurut (Myers 1977) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki *investment opportunity* yang jelek akan menerbitkan hutang jika manajemen dimonitor oleh penyedia modal terhadap perusahaan dan penerbitan ekuitas lainnya. Berdasarkan hipotesis *pecking order* jika *investment opportunity* dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha meng-

ambil peluang tersebut demi memakmurkan kepentingan pemegang saham, sehingga *capital expenditures* akan meningkat sesuai dengan *investment opportunity* perusahaan.

Menurut Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direpson positif oleh pasar. Hasil temuan tersebut berimplikasi bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah harus mencari alternatif pendanaan (*capital expenditures*) misalnya melalui kebijakan utang. Konsep hipotesis *pecking order*, dengan mengendalikan *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. 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. 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 expenditures* akan meningkat sesuai dengan peningkatan investasinya (Myers 1984). Berdasarkan uraian diatas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₁: Kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap *Capital Expenditures*.

Internal Cash Flow dan Capital Expenditures

Sejumlah studi yang dilaksanakan atas faktor-faktor penentu *capital expenditure* (Fazzary dan Athey 1987) menginterpretasikan arti penting *internal cash flow* dalam kerangka kinerja *pecking order*. Penelitian yang dilakukan oleh Sartono (2001) menunjukkan bahwa *internal cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Menurut hipotesis *pecking order*, ketergantungan pada *internal cash flow* disebabkan oleh usaha para manajer dalam mendapatkan saham-saham bernilai rendah (*under value*) yang ditetapkan oleh para pemilik modal yang tidak sempurna, sehingga tetap mempertahankan kemampuan untuk menangani semua *capital expenditures* yang akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (Walking dan Long 1984).

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 (Benstone 1985).

Berbeda dengan hipotesis *pecking order* yang lebih memfokuskan pada *conflict of interest* yang terjadi antara para manajer dengan para pemegang saham saat ini yang muncul dari pemisahan atas kepemilikan dan kontrol. Menurut penelitian yang dilakukan Myers (1994) mengenai hipotesis *pecking order*, para manajer cenderung untuk membuat keputusan *capital expenditures* dengan mengandalkan *internal cash flow* karena adanya informasi yang asimetrik antara mereka sendiri dan calon pemegang saham

yang potensial. Berdasarkan dari uraian diatas, hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa *internal cash flow* merupakan faktor penentu dari *capital expenditures*, semakin besar *internal cash flow* maka semakin besar *capital expenditures* perusahaan.

Dengan demikian hipotesis yang disusun berkaitan dengan hipotesis *pecking order*. Vogt (1994) menemukan bahwa hubungan antara *cash flow* dan pengeluaran sesuai dengan perilaku *pecking order*, sementara perusahaan-perusahaan besar yang tidak bertumbuh sesuai dengan perilaku *internal cash flow*. Sebagaimana dijelaskan oleh Jensen (1986), yaitu permasalahan *internal cash flow* akan lebih nyata untuk perusahaan besar, karena akan memerlukan mekanisme untuk memantau manajer dalam membuat keputusan yang terbaik bagi para pemegang saham.

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 Mueller (1996), menyatakan bahwa ketergantungan *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 uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₂: *Internal Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap *Capital Expenditures*.

Insider Ownership dan Capital Expenditures

Grossman dan Hart (1982), menyatakan bahwa tingkat kepemilikan managerial (*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*.

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 membiayai proyek tersebut *insider* memilih pembiayaan melalui hutang. 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 expenditures*.

Mahadwartha (2002) menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan managerial akan menggunakan *leverage* yang rendah dan akan berdampak terhadap *capital expenditure* perusahaan. Selain itu hipotesis *pecking order* mengasumsikan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham saat ini, sehingga mengimplementasikan bahwa tidak ada pengaruh antara *capital expenditures* dengan *insider ownership*. Meskipun terdapat beberapa penelitian terdahulu yang membahas tentang *capital expenditures* McConnel (1985) diketahui bahwa ada hubungan antara *insider ownership* dan *capital expenditure*.

Namun demikian, terdapat penelitian 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. Menurut hipotesis manajerial, *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*. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₃: *Insider Ownership* berpengaruh signifikan terhadap *Capital Expenditures*.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method* dengan kriteria-kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) antara tahun 2001 sampai 2003.
2. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai *insider ownership* seperti direktur dan komisaris yang terdaftar sebagai *shareholders*.
3. Perusahaan-perusahaan yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap.
4. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai akhir tahun buku per 31 Desember.

Prosedur pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini:

TABEL 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ sampai dengan tahun 2003	151
Perusahaan Manufaktur yang tidak memiliki <i>insider ownership</i> sampai dengan tahun 2003	(105)
Perusahaan Manufaktur yang memiliki <i>insider ownership</i> sampai dengan tahun 2003	46
Dikeluarkan dari sampel, karena : - Sistem nilai yang dihilangkan dari fungsi log pada program SPSS versi 11.0 karena nilai variabel minus.	(16)
Jumlah Sampel	30

Operasional Variabel dan Pengukurannya

1. Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari:

a. Kesempatan Investasi (KI)

Yaitu, suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang (Myers 1984). Diukur dengan menggunakan perbandingan antara *book value fixed assets* dengan *total assets*. Kesempatan investasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$KI = \frac{\text{Book Value Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

b. *Internal Cash Flow* (ICF)

Yaitu, merupakan aliran kas suatu perusahaan pada periode tertentu yang diukur dengan selisih antara *net operating profit after taxes* dengan *total operating capital* (Brigham 1999). *Internal Cash Flow* dapat dirumus sebagai berikut:

$$ICF = NOPAT - NIOC$$

$$\begin{aligned} NIOC &: TOC_t - TOC_{t-1} \\ TOC &: NOWC + BV. \text{ Fixed Asset} \\ NOWC &: \text{Current Asset}_t - \text{Current Liabilities}_t \end{aligned}$$

dalam hal ini:

$$\begin{aligned} NOPAT &: \text{Net Operating Profit After Tax} \\ NIOC &: \text{Net Investment in Operating Capital} \\ TOC &: \text{Total Operating Capital} \\ NOWC &: \text{Net Operating Working Capital} \end{aligned}$$

c. *Insider Ownership* (IO)

Insider Ownership adalah jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi pada perusahaan *i* pada *t* untuk masing-masing periode pengamatan (Chen dan Steiner 1999).

2. Variabel dependen yang digunakan di dalam penelitian ini adalah *Capital Expenditures* (CE). *Capital Expenditures* adalah jumlah pengeluaran dana yang dilakukan oleh manajemen terhadap *property, plant, dan equipment* (Griner dan Gordon 1995). *Capital Expenditures* dapat dirumus sebagai berikut:

$$CE = \text{Total Assets}_t - \text{Total Assets}_{t-1}$$

Penelitian ini menggunakan model empiris untuk menguji hipotesis yang diilustrasikan sebagai berikut:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \varepsilon$$

Dalam hal ini:

- Y : *Capital Expenditures*
- X₁ : *Kesempatan Investasi*
- X₂ : *Internal Cash Flow*
- X₃ : *Insider Ownership*
- ε : *Error term.*

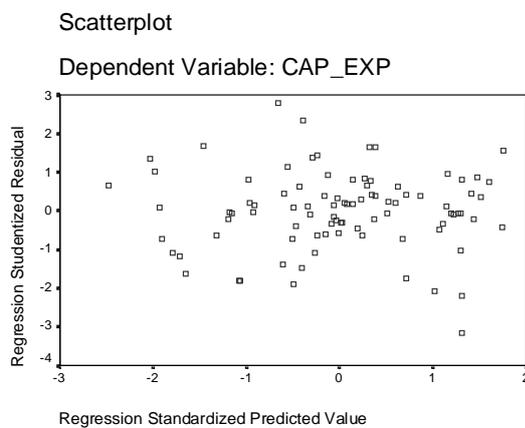
ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dilakukan uji asumsi klasik. Pengujian ini terdiri dari uji asumsi klasik multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi dan normalitas. Analisis data dilakukan dengan menggunakan regresi berganda. Normalitas data diuji dengan menggunakan One Sample Kolmogorov Smirnov dan berdasarkan hasil pengolahan, sebaran data menunjukkan data terdistribusi normal. Hasil uji multikolinearitas dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas diantara variabel-variabel independen pada persamaan regresi. Hasil uji autokorelasi juga menunjukkan tidak terjadi autokorelasi pada model regresi yang diuji dan hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan tidak adanya masalah tersebut. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada Tabel 2 dan Gambar 1 berikut ini:

TABEL 2
Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Keputusannya
Kesempatan Investasi	0,727	1,375	Tidak terjadi multikolinearitas
<i>Internal Cashflow</i>	0,862	1,160	Tidak terjadi multikolinearitas
<i>Insider Ownership</i>	0,826	1,210	Tidak terjadi multikolinearitas

GAMBAR 1
Uji Heterokedastisitas



Pengujian Hipotesis

Uji Adjusted R-Square dan F Test

TABEL 3
Nilai Adjusted R Square dan F-Test

<i>Adjusted R Square</i>	<i>F-Test</i>	<i>Sig</i>
0,475	27,788	0,000

Tabel 3 menunjukkan nilai Adjusted R Square sebesar 47,5% dapat disimpulkan bahwa variasi dari variabel dependen yaitu *capital expenditures* perusahaan mampu dijelaskan oleh variabel independen yaitu kesempatan investasi, *internal cash flow*, *insider ownership* sebesar 47,5 % sedangkan sisanya 52,5% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diuji dalam model penelitian ini. Nilai F menunjukkan angka 27,788 dengan signifikansi 0,000, hal ini menunjukkan model regresi yang digunakan peneliti dalam penelitian ini adalah model yang layak dan sudah fit dengan data.

Hasil Uji T-Test

TABEL 4
Hasil Uji T-Test

Variabel	Koefisien (B)	t	Sig	Keputusan
Kesempatan Investasi	-0,950	-2,060	0,042	H ₁ : Diterima
<i>Internal Cash Flow</i>	0,609	7,362	0,000	H ₂ : Diterima
<i>Insider Ownership</i>	-0,000883	-0,095	0,925	H ₃ : Tidak diterima

Variabel kesempatan investasi mempunyai koefisien negatif sebesar -0.950 terhadap *capital expenditures* yang berarti bahwa pilihan atau opsi investasi dimasa yang akan datang tidak hanya semata-mata hanya memanfaatkan kesempatan investasi tetapi juga ditunjukkan dengan pengelolaan proyek-proyek yang ada serta didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan atas proyek-proyek tersebut. Para manajer yang memiliki tingkat kepemilikan saham dalam jumlah kecil dalam perusahaan mungkin berorientasi untuk memilih peningkatan modal dengan memanfaatkan ekuitas karena dengan ekuitas akan memberikan mereka kewenangan dalam peningkatan dana daripada menggunakan hutang. Sementara itu, hubungan kewenangan dengan pendanaan ekuitas merupakan hal yang berharga bagi perusahaan. Dengan kesempatan investasi yang lebih baik memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut dapat memperoleh banyak keuntungan. Dengan analisis tersebut perusahaan-perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang bagus cenderung untuk menerbitkan ekuitas. Dengan demikian H₁ diterima yang artinya kesempatan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan

terhadap *capital expenditures*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian Jung *et al.* (1995) dan Hamidi (2003) tetapi tidak konsisten dengan Myers (1984) yang menyatakan bahwa pinjaman perusahaan berhubungan terbalik dengan nilai perusahaan yang tergantung pada nilai kesempatan investasi masa yang akan datang.

Variabel *internal cash flow* mempunyai koefisien positif sebesar 0,609 terhadap *capital expenditures*, yang berarti bahwa *internal cash flow* merupakan penentu penting bagi *capital expenditures*. Para manajer yang memiliki tingkat kepemilikan kecil dalam perusahaan mungkin menggunakan *internal cash flow* untuk *capital expenditures* dalam tingkatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkatan yang bisa memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Penggunaan *internal cash flow* oleh manajer untuk kepentingan pribadinya, maka mereka cenderung melakukan *over investment* karena *capital expenditures* yang dilakukan yaitu dengan menggunakan *internal cash flow*, dan itu akan sulit termonitor oleh para pemegang saham. Dengan demikian H₂ diterima yang berarti *internal cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fazzary *et al.* (1988) dan Hamidi (2003) yang menyimpulkan bahwa *internal cash flow* merupakan faktor-faktor penentu penting *capital expenditures*, tetapi tidak konsisten dengan penelitian Myers dan Maljuf (1984).

Variabel *insider ownership* mempunyai koefisien negatif sebesar -0,000883 terhadap *capital expenditures* yang berarti bahwa tingkat *insider ownership* yang rendah memberikan insentif bagi para manajer untuk melakukan tingkat *capital expenditures* yang tinggi dibandingkan dengan yang diinginkan oleh para pemegang saham. Dan tingkat *insider ownership* yang tinggi akan menyebabkan para manajer selaku *insider ownership* akan memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan karena *insider* mempunyai hak *voting* yang besar atas kepemilikannya yang tinggi. Dengan demikian H₃ ditolak yang artinya *insider ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian Waegelian (1988) dan Hamidi (2003) yang menyimpulkan bahwa masih sedikitnya diketahui hubungan ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Benstone (1985).

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN REKOMENDASI

Kesimpulan

Variabel kesempatan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Dengan demikian H₁ diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jung *et al.* (1995) dan Hamidi (2003), tetapi penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Myers (1984). Variabel *internal cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Dengan demikian H₂ diterima. Hal ini berarti bahwa semakin besar *internal cash flow* perusahaan maka semakin besar *capital expenditures*-nya. Dengan kata lain bahwa pendanaan untuk *capital expenditures* akan diambilkan dari dana internalnya terlebih dahulu. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Fazzary *et al.* (1988) dan Hamidi (2003), tetapi

penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Myers dan Maljuf (1984). Variabel *insider ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *capital expenditures*. Dengan demikian H_3 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa ada kemungkinan level kepemilikan manajerial masih sangat rendah. Disamping itu data perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial masih sedikit. Dengan kata lain bahwa hubungan antara variabel *insider ownership* dengan *capital expenditures* relatif kurang dan kuat. Hasil Penelitian ini konsisten dengan Waegeliën (1988) dan Hamidi (2003), tetapi tidak konsisten dengan Benstone (1985).

Keterbatasan

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah pertama, keterbatasan dalam periode waktu pengambilan sampel, ketersediaan dan kelengkapan data yaitu dari tahun 2001 sampai 2003, kedua, sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur dan ketiga variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya tiga variabel, masih perlu diteliti apakah variabel independen lainnya mempunyai pengaruh terhadap *capital expenditures*.

Rekomendasi

Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan rentang waktu yang lebih panjang sehingga memungkinkan akan memperbesar jumlah sampel perusahaan dan menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta serta menggunakan variabel independen lainnya, seperti *sales*, *long term debt*, *firm size*, dan variabel-variabel lainnya.

REFERENSI:

- Barclay, M.J., Smith, C.W., and Watt, R.S., 1995, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *The New Corporate Finance: Where Theory Meet Practice*, International Edition, Irwin McGraw-Hill : 214-299.
- 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.
- Benstone, G. (1985), The Self-serving Management Hypothesis Same Evidence, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7 (April), pp.67-84
- Birgham, 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.
- Chen, C.R., and Steiner, T.L., 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts ; A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy," *Financial Review* , Vol 34. pp. 119-137.
- Cooper, D.E., and Emory, W., 1995, *Business Research Methods*, Fifth Edition.
- Dornbusch, R. and S.Fischer (1987), *Macroeconomic*, fourth edition (McGraw-Hill, New York).
- Fazzari, S.M and M.J.Athey (1987), Asymmetric Information, Financing Contrains, and Investment, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 69 (Agust), pp.481-487.

- Gaver, J. J., (1992), Incentive Effects and Managerial Compensation Controls, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol.7 (Spring), pp.137-156.
- Ghozali, Imam., "Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS", Badan Penelitian Universitas Diponegoro, Edisi 2, 2001.
- Griner, E.H. and Gordon, L.A. (1995). Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditure: A Test of The Pecking Order and Managerial Hypothesis, *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.
- Hamidi, Masyhuri (2003), "Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Opportunity, dan Capital Expenditures; Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Managerial," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol.18, No.3, 2003, 271-287.
- Haugen, P. and L. Senbet (1981), Resolving the Agency Problem of external Capital Through Options, *Journal of Finance*, Vol. 36 (June), pp.629-647.
- Indiriantoro, Nur, Bambang Supomo, *Metodologi Penelitian Bisnis : Untuk Akuntansi dan Manajemen*, BPFE Yogyakarta, 1999.
- Jensen, Michael, C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, No.76, pp. 323-329.
- 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.
- Mahadwartha, P.A., (2002) "Interpendensi antara Kebijakan Pembiayaan dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan," *Symposium Nasional Akuntansi IV 6 April 2002 Jurnal Riset Akuntansi*, Manajemen, Ekonomi, STIE-Yogyakarta.
- McConnel,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.
- Mueller, Ralph O. (1996), *Basic Principles of Structural Equation Modelling : An Introduction to LSREL and EQS*. Sage Publications, USA
- Myers (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol.39 (July),pp.575-592.
- Myers and N.S. Maljuf (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.
- Nicholson,W. (1992), *Microeconomic Theory:Basic Principles and extensions*, fifth edition (The Dryden Press, Hinsdale,IL).
- Nugroho, et al, (2002), "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan", *Symposium Nasional Akuntansi V Semarang 5-6 September 2002*. STIE- YKPN Yogyakarta.
- 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.
- Santoso, S., *SPSS Statistik Parametrik*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta, 2002.
- 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.
- Vogt, S. C., (1994), The Cash Flow/Investment Relationship : Evidence from U.S Manufacturing Firms, *Financial Management* 3-20.
- Vogt, S. C., (1997), Cash Flow and Capital Spending ; Evidence from Capital Expenditure Announcements, *Financial Management*, 44-57.
- Waegelein, J. F. (1988), The Association between the Adoption of Shor-term Bonusplans and Corporate Expenditure, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. & (Spring), pp. 43-63.
- Walking, R, and M. Long (1984), Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance, *Rand Journal of Economic*, Vol. 15 (Spring). pp. 54-66.
- Yuniningsih (2002), "Interdependensi antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Bisnis ekonomi*, Vol 9 No.2 Hal 154-182.