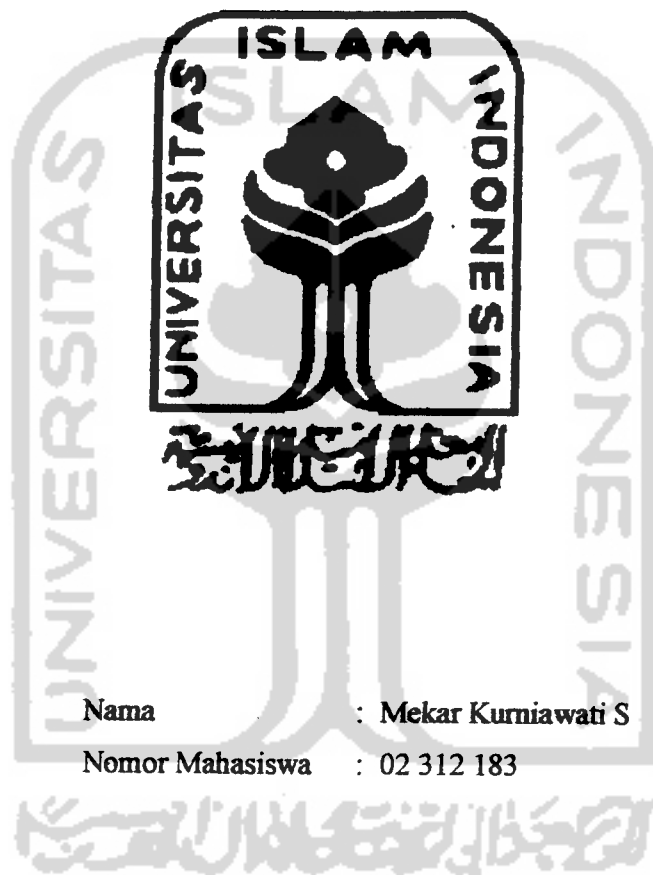


**PENGARUH ALIRAN KAS INTERNAL, KEPEMILIKAN MANAJER
DALAM PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP
PEMBELANJAAN MODAL: SUATU PENGUJIAN TERHADAP
MANAJERIAL HYPOTHESIS ATAU PECKING ORDER HYPOTHESIS?**



Nama : Mekar Kurniawati S

Nomor Mahasiswa : 02 312 183

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

**PENGARUH ALIRAN KAS INTERNAL, KEPEMILIKAN MANAJER
DALAM PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP
PEMBELANJAAN MODAL:SUATU PENGUJIAN TERHADAP
MANAJERIAL HYPOTHESIS ATAU PECKING ORDER HYPOTHESIS?**

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai
derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi Pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh :

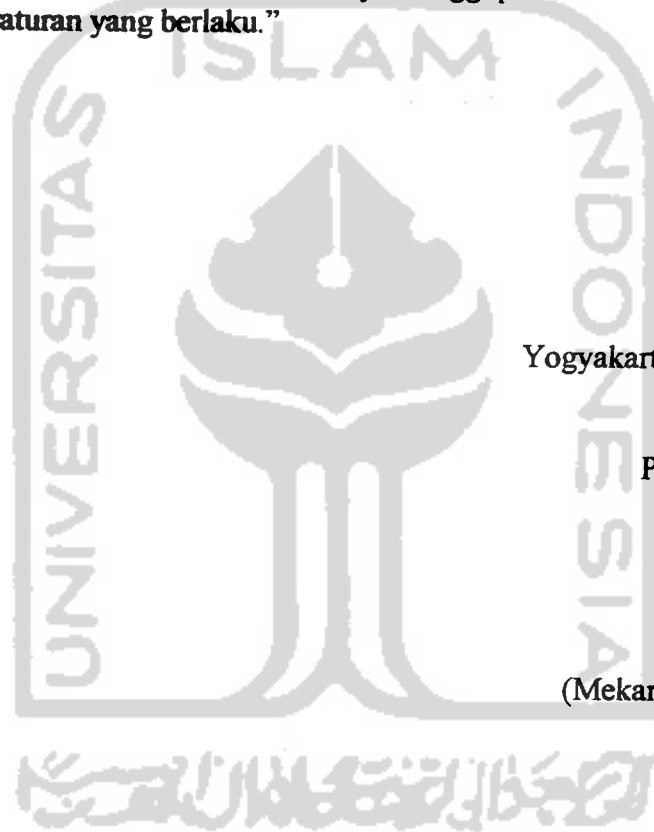
Nama : Mekar Kurniawati S

Nomor Mahasiswa : 02 312 183

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”



Yogyakarta, 18 Juli 2006

Penyusun,

(Mekar Kurniawati S)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

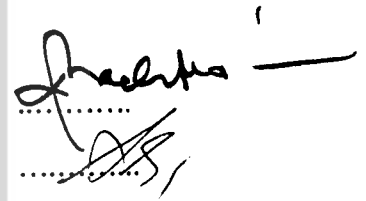
SKRIPSI BERJUDUL

**Pengaruh Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajer Dalam
Perusahaan Dan kesempatan Investasi Terhadap Pembelanjaan
Modal: Suatu Pengujian Terhadap Managerial Hypothensi Atau
Pecking Order Hypothensi.**

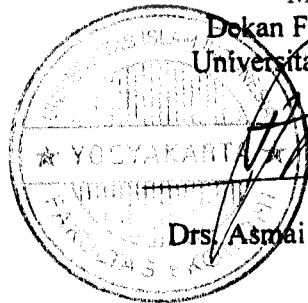
Disusun Oleh: **MEKAR KURNIAWATI SUSETYOWATI**
Nomor mahasiswa: 02312183

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 18 Juli 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Drs. Arief Bachtiar, MSA, Ak
Penguji : Drs. Suwaldiman, M.Acc, Ak



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Drs. Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D

**PENGARUH ALIRAN KAS INTERNAL, KEPEMILIKAN MANAJER
DALAM PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP
PEMBELANJAAN MODAL:SUATU PENGUJIAN TERHADAP
MANAJERIAL HYPOTHESIS ATAU PECKING ORDER HYPOTHESIS?**

Hasil Penelitian

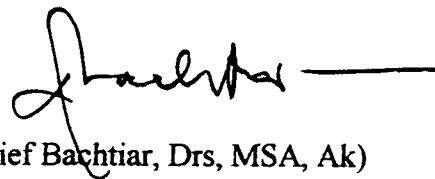
diajukan oleh :

Nama : Mekar kurniawati S
Nomor Mahasiswa : 02 312 183
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal

Dosen Pembimbing,



(Arief Bachtiar, Drs, MSA, Ak)

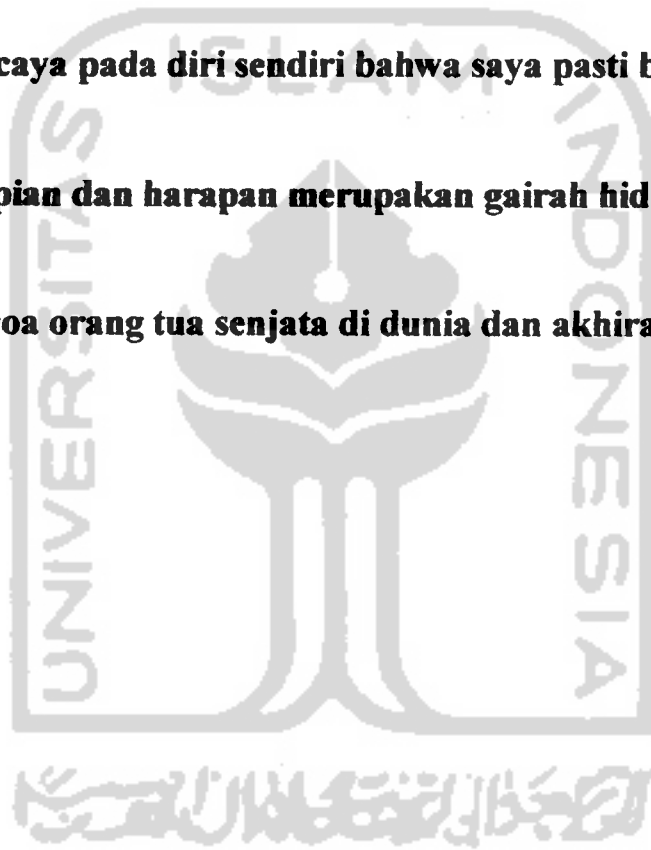
MOTTO

“ Ikhtiar , ikhlas dan doa adalah no 1”

“Percaya pada diri sendiri bahwa saya pasti bisa”

“ Impian dan harapan merupakan gairah hidup ”

“ Doa orang tua senjata di dunia dan akhirat”



HALAMAN PERSEMBAHAN

Seiring rasa syukur ku persembahkan skripsi ini kepada :

- ❖ *Kakek dan nenek ku yang kusayang yang selalu mendoakan dan mendukungku dari hari kehari sampai akhirnya cucu mu ini lulus*
- ❖ *Bapak dan mama yang paling kusayang, walau jauh tapi cinta dan doamu selalu menemani langkah putrimu ini.*
- ❖ *Adik – adik ku yang tercinta ; wulan, galih, nisa yang selalu memberi kerinduan dan keceriaan disaat aku jenuh sehingga mbak dapat semangat lagi untuk terus melangkah.*
- ❖ *Sahabat – sahabat kampusku dan saudara – saudaraku di Jogja dan di Marching Band*
- ❖ *Kekasihku Eko Kuncoro yang kucintai yang selalu setia mendampingiku dalam suka dan duka serta menjadi sahabat dalam jiwa dan hidupku*

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Alhamdulillah puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, karena atas karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini dengan judul **“Pengaruh Aliran Kas Internal, Kepemilikan Manajer dan Kesempatan Investasi terhadap Pembelanjaan Modal: suatu Pengujian terhadap *Manajerial Hypothesis* atau *Pecking Order Hypothesis*?”**. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terimakasih sedalam-dalamnya kepada semua pihak yang telah membantu dan mendorong bagi kelancaran penulisan skripsi. Rasa terimakasih penulis sampaikan kepada :

1. Allah SWT yang telah memberikan karunia ,rahmat dan hidayahnya yang tak terhingga serta kenikmatan yang tak pernah ku bayangkan...sehingga aku dapat kuat dan tegar menghadapi ini sendiri...Kau adalah segalanya bagi ku... trimakasih ya ALLAH...
2. Bapak Drs. Asma'i, Phd. Selaku Dekan FE UII.
3. Bapak Arief Bachtiar, Drs, MSA, Ak. selaku dosen pembimbing skripsi yang banyak memberikan koreksi dan masukan dengan penuh kesabaran dan perhatian kepada penulis selama penyusunan skripsi.

4. Ibu Dra. Isti Rahayu, M.Si., Ak. selaku Dosen Pembimbing Akademik.
5. Para pengajar beserta staf di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat kepada penulis selama menempuh studi di Fakultas Ekonomi UII.
6. Kakek dan Nenek yang tak henti-hentinya memperhatikanku dan memberikan kasih sayangnya sebagai orang tuaku yang kedua sehingga aku dapat menyelesaikan kuliah ku dengan cukup baik. Makasih ya nek,kek...maafkan mekar slama ini yang suka menyusahkan nenek dan kakek I love u so
7. Keluargaku yang dirumah Jogja yaitu Om Didit, Mbak arfi, Om Eka, Mbak Iwit, Mbak Rotimah dan Mbak Yanti yang selalu menjaga dan mensupport ku...makasih ya...dan tak ketinggalan adikku yang lucu-lucu Lysa dan kaka tanpa kalian rumah terasa sepi dan hampa...dek makasih ya,,,muuah...I love u...
8. Bapak dan Mama...trimakasih ya...walaupun kita jauh tapi doa dan rindumu selalu membuat ntang menjadi lebih semangat dan tegar untuk dapat menjalankan kuliah ini sendiri...maafkan ntang ya ma...atas apa yang telah ntang perbuat selama di Jogja...I Love u all....
9. Adik-adik ku yang manis,yang bandel,yang lucu...kalian pokoknya rame deh...makasih ya wulan, galih, dan nisa...kalian selalu menjadi inspirasi buat mbak untuk terus melakukan yang terbaik, keceriaan,kesenangan dan kesedihan kita sewaktu mbak di Jakarta menjadi obat lelah mbak selama kuliah... makasih ya sayang...semoga kalian dapat lebih baik lagi dari mbak...semangat terus ya...adik ku....I love u so muuuch....

10. Cintaku Eko Kuncoro Adiyanto yang selalu setia mendampingikumakasih ya mey...atas segala perhatian,kesabaran dan terutama ketulusanmu yang menerima apa adanya aku dan perbuatanku selama di Jogja...kau menjadi pesemangat dalam diriku untuk terus maju dan dapat mempunyai harapan serta impian dimasa depan yang bahagia bersamamu ... amin...
11. Sahabat sejutaku Jatu dan Gino yang tak ada duanya...hehe..makasih ya guys....wah klo gak ada kalian aku bisa mati kutu di Jogja...semua canda ,tawa ,sebel dan jengkel adalah hal paling menyenangkan di Jogja dan bersama kalian hidup ini jadi berwarna...semoga persahabatan kita selalu abadi sampe kita kakek nenek ya... u are the best one... goodluck for us...
12. Sahabat terbaikku di Jogja Onji, Devina dan Brilian....makasih ya..udah mau jadi teman yang ngerti aku banget...ji thanks ya bisa jadi teman sekaligus kakak serta kluargamu yang baik bgt ke aku... dev thanks ya dah mau menampung aku selama enam bulan dikost..hehe..we had a great time...every day...bril thank ya,,,kamu tu dah mau bantuin aku terus....thanks banget ya...cewek-cewek super hebat...semua kejadian yang kita lalui khususnya di MB menjadi kenangan terindah kita...I will miss u girls....make the best wishes for our future....I Love u all.....
13. Teman-temanku Di MARCHING BAND ...ilo, bom-bom, nurdin, meko, eno,nano, ibam, haryo, dito,teguh,mas teguh,mbak vita,mas budi dan spesial for kapti...thanks ya...kalian udah jadi keluarga kedua ku selama di Jogja...huuuuh...banyaaak banget...kenangan suka , duka, happy

waaah...pokoke,...seru buanget...di MB inilah...aku banyak belajar...dan dari kalian lah hidup ku di Jogja menjadi komplit...coz I had a lot off amaizing time in Marching...dan untuk abang-abang herhebatku...Mas Uki,Mas Ridwan dan Bang Miswari....yang selalu jagain aku dan mau mendengarkan segala keluhan kesah ku...makasih ya mas perhatiaannya ke aku...cepat pada dapet jodoh ya..amin.

14. Teman – temanku di kampus:ela, dini, ayi, efit, evi, ambar, halimah, luvi, lia, ekania, intan, pimen, elang, pindy, pipit.....thanks ya..for everythig...kalian udah support aku ...semoga silaturahmi kita langgeng ya...dan sukses for us...amin.
15. Teman-teman KKN ku angkatan 30 unit 3 di desa Pakembinangun:Dadang, arno, wahyu, dewi, fajar, bram, mbk harni, mbak gina, mbak novi, joko,sunar dan mbak aning....makasih ya...atas keseruan yang telah kita alami waktu KKN...that the great time for mee....kapan ya ngumpul lagi... sukses selalu ya..guys....
16. Teman-teman ku waktu kordes:yudi, agung, mbak meida,mbak harum,...makasih ya....kerja keras kita....gak sia-sia...kapan ya bisa reuni lagi...sukses selalu ya....
17. Untuk orang – orang yang dibelakang layar dalam membantu pembuatan skripsi ini yaitu: Mbak Oca, Mbak Wahyu dan Mas Eko....yang telah banyak mensupport dalam mengedit dan dalam membantu mengolah data...makasih banyak ya...mbak e dan mas e...tanpa kalian skripsi ini tidak akan serapih ini... sukses selalu ya.....

Semoga bantuan dan amal baik semua pihak yang telah disampaikan di atas mendapatkan balasan dari Allah SWT. Penulis berharap bahwa hasil-hasil penelitian yang telah disusun dapat memberikan sumbangan terhadap ilmu pengetahuan dan semoga berguna bagi pembaca. Penulis menyadari bahwa skripsi ini jauh dari sempurna, untuk itu segala kritik dan saran yang membangun sangat penulis harapkan.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.



Yogyakarta, 18 Juli 2006

Penulis

Mekar Kurniawati S

DAFTAR ISI

	Hal
Halaman Judul.....	i
Halaman Pengajuan Judul.....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Berita Acara.....	iv
Halaman Pengesahan.....	v
Halaman Motto.....	vi
Halaman Persembahan.....	vii
Kata Pengantar.....	viii
Daftar Isi.....	xiii
Daftar Tabel.....	xvii
Daftar Lampiran.....	xviii
Abstrak.....	xxi
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Manfaat Penelitian.....	10

1.5 Batasan Penelitian.....	10
1.6 Sistematika Pembahasan.....	11

BAB II LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Pembelanjaan Modal.....	13
2.2 Pengertian Aliran Kas Internal.....	16
2.3 Pengertian Kepemilikan Manajer.....	19
2.4 Pengertian Kesempatan Investasi	20
2.5 Teori yang Mendasari <i>Pecking Order Hypothesis</i>	23
2.6 Teori yang Mendasari Manajerial Hypothesis	26
2.7 Variabel <i>Interaction Effect</i>	31
2.8 Variabel <i>Sales</i>	32
2.9 Penelitian Terdahulu.....	33
2.10 Formula Hipotesis.....	
2.10.1 Aliran Kas Internal sebagai penentu Pembelanjaan Modal.....	36
2.10.2 Kepemilikan Manajer dan <i>Manajerial Hypothesis</i>	43
2.10.3 Kesempatan Investasi dan <i>Pecking Order Hypothesis</i>	46

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Penentuan Sampel.....	50
3.2 Metode Pengumpulan Data.....	51
3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	53

3.4 Metode Perumusan Hipotesis.....	56
3.5 Metode Analisis Data.....	57
3.5.1 Uji Asumsi Klasik	58
3.5.2 Uji Regresi Linier Berganda	61
 BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	64
4.1.1 Uji Normalitas.....	64
4.1.2 Uji Multikolinieritas.....	66
4.1.3 Uji Autokorelasi.....	67
4.1.4 Uji Heterokedastisitas	68
4.2. Analisis Regresi Linier Berganda	69
4.2.1 Pengujian Secara Simultan (Uji F).....	69
4.2.2 Pengujian Secara Parsial (Uji t)	72
4.2.3 Koefisien Determinasi.....	77
4.3. Analisis Variabel Independen	78
4.3.1 Analisis Aliran Kas Internal.....	78
4.3.2 Analisis Kepemilikan Manajer.....	79
4.3.3 Analisis Kesempatan investasi.....	80
4.3.4 Analisis Variabel kontrol Sales.....	81
4.3.5 Analisis Interactin Effect.....	82

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan	83
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	88
5.3 Saran	88

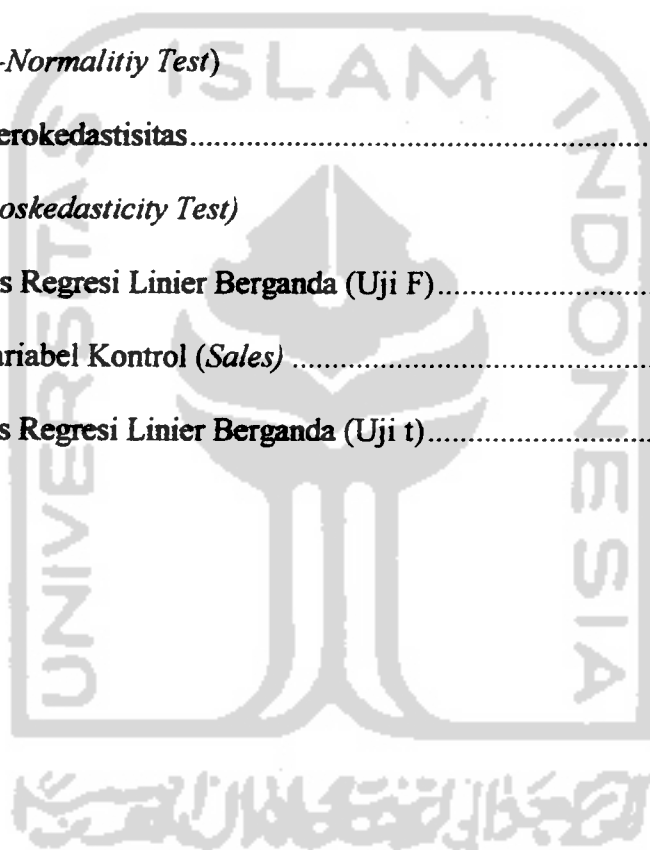
DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN



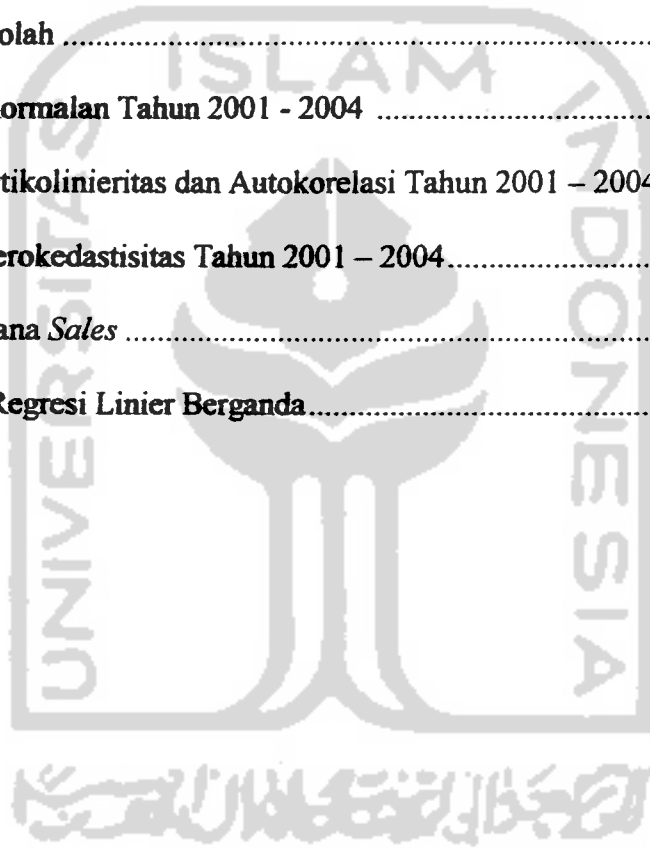
DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
3.1 Pemilihan Sampel Penelitian.....	52
4.1 Hasil Uji Asumsi Kenormalan..... <i>(Histogram –Normalitiy Test)</i>	65
4.2 Hasil Uji Heterokedastisitas..... <i>(White Heteroskedasticity Test)</i>	68
4.3 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda (Uji F).....	70
4.4 Pengujian Variabel Kontrol (<i>Sales</i>).....	74
4.5 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda (Uji t).....	74



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Hal
1. Nama Perusahaan Sampel	90
2. Data Sebelum Diolah	91
3. Data Setelah Diolah	99
4. Uji Asumsi Kenormalan Tahun 2001 - 2004	104
5. Uji Asumsi Multikolinieritas dan Autokorelasi Tahun 2001 – 2004	105
6. Uji Asumsi Heterokedastisitas Tahun 2001 – 2004	107
7. Regresi Sederhana <i>Sales</i>	108
8. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	110



ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk meneliti pengaruh dari aliran kas internal, kepemilikan manajer dan kesempatan investasi terhadap pembelanjaan modal didalam dua teori yang berbeda, yaitu (1) hipotesis pecking order dan (2) hipotesis manajerial yang diuji pada perusahaan di Indonesia.

Pernyataan pada hipotesis pecking order adalah bahwa manajer dapat menetapkan tingkat pembelanjaan modal untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham lama tanpa harus mempertimbangkan kepemilikan manajer didalam perusahaan. Tetapi dalam manajerial hipotesis berbeda, dimana hipotesis ini menyatakan bahwa adanya kepemilikan manajer yang rendah dan terdapatnya aliran kas internal yang cukup tinggi maka manajer cenderung untuk melakukan pembelanjaan modal yang berlebihan dimana, keputusan tersebut tidak mempertimbangkan kesejahteraan pemegang saham, namun hanya untuk mensejahterakan diri sendiri saja.

Penelitian ini adalah replikasi dari Hamidi pada tahun (2003). penelitian ini fokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada kurun waktu 2001 sampai 2004, terdapat 31 perusahaan yang menjadi sampel penelitian berdasarkan purposive sampling.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa variabel aliran kas internal tidak berpengaruh secara positif melainkan secara negatif, artinya bahwa aliran kas internal tidak menjadi dasar dalam memutuskan pembelanjaan modal yang akan dikeluarkan, oleh sebab itu dua pendapat yang menerangkan tentang hubungan aliran kas internal dengan pembelanjaan modal juga tidak terbukti berlaku di Indonesia, hal ini dikuatkan dengan dua variabel utama lainnya yaitu kepemilikan manajer dan kesempatan investasi yang ternyata tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap keputusan pembelanjaan modal. Jadi, pembelanjaan modal akan diambilkan dari sumber pendanaan yang lain.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pembelanjaan modal (*capital expenditure*) merupakan salah satu konsep penting dalam teori keuangan suatu perusahaan. Dalam teori keuangan dinyatakan bahwa beberapa fungsi keuangan utama yang dilakukan manajer keuangan adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) serta pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*). Secara matematik nilai pembelanjaan modal sama dengan selisih antara asset total saat ini dengan asset total pada periode sebelumnya (Sartono, 2001:54).

Dikutip dari Riyanto (1996), menjelaskan bahwa pembelanjaan modal perusahaan dalam arti luas adalah keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut, sedangkan dalam arti sempit adalah aktivitas yang hanya bersangkutan dengan usaha mendapatkan dana saja yang sering disebut pendanaan (*financing*).

Jadi, kegiatan pertama yang dilakukan dalam pembelanjaan modal adalah pendanaan atau pemenuhan dana yang nantinya akan digunakan untuk mendanai kegiatan investasi yang direncanakan oleh perusahaan.

Pada prinsipnya pemenuhan kebutuhan dana suatu perusahaan dapat disediakan dari sumber *intern* perusahaan, yaitu sumber dana yang dibentuk

atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, misalnya dana yang berasal dari keuntungan yang tidak dibagikan atau keuntungan yang ditahan di dalam perusahaan (*retained earnings*), selain sumber dana internal, perusahaan dapat menggunakan sumber dana external, yaitu sumber dana yang berasal dari tambahan penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi dan kredit dari bank.

Melihat pengertian dari pembelanjaan itu sendiri yang cukup luas mencakup kegiatan pendanaan dan investasi, penulis membatasi pembelanjaan modal pada pengertian yang sempit, yaitu aktivitas dalam pencarian dana atau pendanaan (*financing*) yang dana tersebut digunakan untuk memenuhi rencana investasi yang akan dilakukan perusahaan. Hal ini penting bagi penulis agar pembaca dapat lebih mengerti dan fokus pada topik yang akan disampaikan.

Selain itu, didalam karya tulis ini penulis dalam menerjemahkan dana internal perusahaan adalah aliran kas internal (*free cash flow*) yang diprosikan dengan keuntungan bersih perusahaan setelah pembayaran hutang dan pajak (*profit after tax*) dimana ini sesuai dengan jurnal yang mendasari penulis dalam pembuatan karya tulis ini, yaitu replikasi dari jurnal Hamidi Mashuri (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia , 2003, vol 18) serta mengacu pada pendapat Sasongko (2003) yang dikutip Susila (2004) yang menjelaskan bahwa definisi *free cash flow* adalah arus kas lebih atau sisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai *net present value* (NPV) positif ketika *discounted* atas kos relevan pada capital dan

pendapat dari Jensen (1986) yang menyatakan bahwa manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan menggunakan *free cash flow* pada kesempatan investasi yang tidak menguntungkan daripada membayar deviden, membeli saham baru dan sebagainya, dimana hal inilah yang menyebabkan terjadinya konflik kepentingan diantara pemegang saham dan para manajer atas pembayaran deviden (*payout*), terutama sekali pada saat organisasi menghasilkan *free cash flow* secara substansial.

Ada beberapa alasan yang membuat konsep ini menjadi begitu penting dan menarik untuk dianalisis, yang dikutip dari Sartono (2001) yaitu, Pertama, dari sisi ekonomi makro, pembelanjaan modal yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan adalah salah satu bagian dominan yang membentuk permintaan agregat untuk barang modal, komponen *gross national product*, variable pertumbuhan ekonomi serta siklus bisnis (Dornbusch & Fisher, 1987). Kedua, pada sisi ekonomi mikro, pembelanjaan modal mempengaruhi keputusan-keputusan produksi, seberapa besar dana akan diinvestasikan dalam asset tetap (Nicholson, 1992) serta rencana strategic (Bromiley, 1986). Pembelanjaan modal bahkan seringkali dikaitkan dengan kinerja perusahaan, karena semakin tinggi pembelanjaan modal diharapkan semakin baik kinerja perusahaan (McConnell & Muscarella, 1985).

Kembali ke konsep dasar, apa tujuan yang akan dicapai perusahaan dengan keputusan pendanaannya? Dengan jawaban standar kita dapat menjawab pertanyaan tersebut, dengan rencana investasi yang dibuat oleh

perusahaan, kita dapat membentuk suatu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal sehingga dapat memaksimalkan usaha dalam mencapai salah satu tujuan perusahaan yaitu kesejahteraan para pemegang saham. Namun perbedaan karakteristik antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, menyulitkan kita untuk menetapkan struktur modal yang bagaimanakah yang ideal bagi suatu perusahaan.

Banyak masalah yang dihadapi perusahaan dalam proses pengambilan keputusan pembelanjaan modal, ada yang bersifat kuantitatif (keuangan) dan kualitatif (perilaku), dalam karya tulis ini Penulis lebih memfokuskan aspek kualitatif yaitu pada perilaku orang-orang yang terkait dalam proses pengambilan keputusan untuk melakukan pembelanjaan modal dimana perilaku tersebut sangat mempengaruhi pola atau arah dalam menentukan pembelanjaan modal perusahaan, orang-orang yang terlibat dalam proses ini adalah pihak internal yaitu manajer dan pemegang saham, lalu dari pihak external adalah para investor.

Aliran kas internal secara empirik merupakan salah satu faktor penentu pembelanjaan modal. Namun demikian pada penelitian yang lain ditemukan fakta yang berkebalikan yaitu tidak ada pengaruh aliran kas internal yang signifikan terhadap pembelanjaan modal. Dua teori yang memberikan penjelasan yang berkaitan dengan pengaruh aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal adalah *packing order hypotheses* dan *managerial hypotheses*. (Sartono, 2001)

Dikutip dari Arifin (2005), Myers (1984) memberi penjelasan atas temuan *pecking order* ini dengan landasan asumsi adanya *asymmetric information* seperti digagas oleh Myers dan Majluf (1984), mereka membuat dua asumsi utama berkaitan dengan manajer. Pertama, manajer lebih mengetahui kinerja (*earning*) perusahaan saat ini dan kesempatan investasi yang ada dibandingkan dengan investor luar. Kedua, manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham lama (*existing shareholders*) perusahaan.

Permasalahan yang terjadi dalam *pecking order* hipotesis adalah manajer tidak dipercaya oleh investor, investor akan menilai lebih rendah atas saham yang diterbitkan perusahaan, dan manajer terpaksa melepas beberapa proyek bagus. Masalah ini merupakan masalah sifat dasar manusia (masalah ketidakpercayaan) sehingga tidak dapat diatasi dengan cara menurunkan biaya transaksi atau inovasi pasar modal yang lain. Lalu apa solusinya? Menurut Myers dan Majluf (1984), solusinya perusahaan harus menyimpan *financial slack* yang cukup untuk membiayai proyek-proyek bagus dengan dana internal, dimana *financial slack* ini meliputi kas yang dipegang perusahaan dan surat-surat berharga jangka pendek serta *debt capacity* yang tak terpakai (*risk-free debt*).

Intinya dalam hipotesis *pecking order* terjadi *asymmetric information* antara manajer dengan para investor, dimana hal ini sangat mempengaruhi manajer dalam mengambil langkah selanjutnya untuk mendanai rencana investasi dimasa yang akan datang guna menambah nilai perusahaan dan

sebagai sumber pendanaan perusahaan yang lain, maka alternatif yang diambil manajer adalah menggunakan dana internal perusahaan yaitu dari *financial slack* (aliran kas internal).

Pada *managerial* hipotesis yang berlandaskan pada masalah *agency theory*, asumsi dasar dalam *agency problem* adalah bahwa manajer akan bertindak *oportunistik* dengan mengambil keuntungan pribadi sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Hal tersebut akan menyebabkan *agency cost* yang harus dikelola melalui beragam mekanisme seperti pemberian insentif dan pemberlakuan peraturan-peraturan, keberadaan *agency cost* jelas akan menyebabkan nilai perusahaan tidak bisa dicapai secara maksimal. (Hindasah, 2005:72)

Lebih lanjut, menurut hipotesis *managerial* para manajer yang memiliki tingkat kepemilikan kecil dalam perusahaan, menggunakan aliran kas internal untuk pembelanjaan modal dalam tingkatan yang bisa memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penggunaan aliran kas internal oleh manajer adalah untuk kepentingan pribadinya, maka mereka cenderung melakukan *over investment*, karena pembelanjaan modal yang dilakukan dengan menggunakan aliran kas internal 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. (Hamidi, 2003).

Pada kedua hipotesis di atas terdapat kesamaan pada pentingnya aliran kas internal dalam menentukan tingkat pembelanjaan modal, perbedaannya adalah bahwa hipotesis pertama hipotesis *pecking order* meniadakan hubungan antara pembelanjaan modal dengan kepemilikan manajer dalam perusahaan sedangkan pada *Managerial* hipotesis menyatakan adanya hubungan antara pembelanjaan modal dan kepemilikan saham oleh manajer (*insider ownership*). (Sartono, 2001). Jadi *pecking order* hipotesis dan *manajerial* hipotesis adalah dua argumen yang menjelaskan keterkaitan aliran kas internal dengan pembelanjaan modal.

Selanjutnya untuk melihat hipotesis mana yang berlaku di Indonesia, terdapat dua variabel independent untuk lebih membedakan antara kedua hipotesis tersebut yaitu variabel kesempatan investasi dan variabel kepemilikan manajerial, Hamidi (2003) menjelaskan mengenai hipotesis *pecking order*, yaitu jika *investment opportunity* dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut demi memakmurkan kepentingan pemegang saham, sehingga pembelanjaan modal akan meningkat sesuai dengan peningkatan kesempatan investasi, karena pada hipotesis *pecking order* diasumsikan tidak terjadi *conflict of interest* (*agency problem*). Berbeda dengan hipotesis *managerial*, yang berargumentasi bahwa terjadi *conflict of interest* menyebabkan terjadinya *over investment* atau *under investment* yaitu manajer meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan melakukan pembelanjaan modal yang berlebihan tanpa memperhitungkan kesejahteraan pemegang saham dan tanpa

memperhatikan kesempatan investasi yang ada maka untuk mengurangi terjadinya perilaku tersebut maka pemegang saham memberikan insentif kepada para manajer dengan cara memberikan beberapa persen saham perusahaan untuk para manajer, diharapkan mereka dapat dengan baik mengoptimalkan dana aliran kas internal yang digunakan untuk pembelanjaan modal, karena bila para manajer tidak mengoptimalkan dana tersebut maka para manajer akan menanggung kerugian yang terjadi akibat dari kesalahan pihak manajemen itu sendiri dalam menjalankan rencana pembelanjaan modal perusahaan, dengan demikian secara tidak langsung pihak manajemen dituntut untuk dapat bekerja dengan baik guna memakmurkan perusahaan dan para pemegang saham.

Oleh sebab itu, perlu dilakukan suatu penelitian untuk menguji kedua hipotesis tersebut, agar dapat membantu para pemegang saham dalam melihat kinerja para manajer dalam mengoptimalkan aliran kas yang ada, sebagai sumber dari pembelanjaan modal sehingga dana yang tersedia tidak disalahgunakan serta untuk para investor yang ingin menanamkan modalnya ke suatu perusahaan agar dapat mengetahui dan menganalisis lebih jauh pola perilaku manajer beserta kinerjanya agar tidak dirugikan.

Berkaitan dengan tema pembelanjaan modal yang secara singkat telah diulas di atas dimana hal tersebut menjadi dasar materi dari karya tulis ini maka penulis menerjemahkannya dalam judul **“PENGARUH ALIRAN KAS INTERNAL, KEPEMILIKAN MANAJER DALAM PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP**

PEMBELANJAAN MODAL: PENGUJIAN MANAJERIAL HYPOTHESIS ATAU PECKING ORDER HYPOTHESIS?" (STUDI KASUS PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTED DI BEJ TAHUN 2001 SAMPAI DENGAN 2004)

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah diatas, jadi penelitian ini untuk menjawab :

1. Apakah terdapat pengaruh aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal?
2. Apakah kepemilikan manajer dalam perusahaan mempengaruhi pengambilan keputusan pembelanjaan modal ?
3. Apakah kesempatan investasi dipertimbangkan oleh perusahaan dalam pengambilan keputusan pembelanjaan modal ?
4. Manakah yang berlaku *Pecking order* hipotesis atau *Manajerial* hipotesis pada perusahaan yang tercatat di BEJ pada tahun 2001 – 2004

1.3. Tujuan Penelitian.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris apakah aliran kas internal, kepemilikan manajer dan kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap pembelanjaan modal dan menguji hipotesis *Pecking order* dan hipotesis *Manajerial*, mana yang berlaku pada perusahaan yang listed di BEJ pada tahun 2001-2004.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini bermanfaat bagi investor sebagai bahan pertimbangan dalam membuat keputusan bisnis, khususnya mengenai informasi yang berkaitan dengan pembelanjaan modal yang lebih mengarah pada pola perilaku manajer perusahaan yang terdapat dalam hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial*. Serta untuk memperluas wacana pendidikan manajemen keuangan yang berkaitan dengan *manajer behaviour* di Indonesia.

1.5 Batasan Penelitian

Agar penelitian lebih terarah, maka perlu adanya batasan penelitian yang meliputi:

1. Perusahaan yang menjadi populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 2001-2004 dan memiliki laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).
2. Perusahaan yang memenuhi kelengkapan data penelitian yang meliputi: *data total fixe asset, all current asset, all current liabilities, net income* (NOPAT), *insider ownership* (kepemilikan manajer), *sales*, total aktiva (asset)
3. Berdasarkan studi literatur, faktor utama yang mempengaruhi pembelanjaan modal perusahaan, yaitu aliran kas internal, kepemilikan

manajer dan kesempatan investasi sedangkan variabel kontrolnya *sales* dan variabel pendukungnya *interaction effect* (interaksi)

1.6. Sistematika Pembahasan.

Sistematika penulisan yang digunakan dalam pembuatan skripsi ini adalah.

BAB I : Pendahuluan

Pada bab ini akan menguraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II : Landasan Teori.

Landasan teori yang dimaksudkan disini untuk mengemukakan teori-teori yang dapat digunakan dalam pemecahan masalah, dalam hal ini memuat landasan teori yang berkaitan dengan pembelanjaan modal, aliran kas internal, kepemilikan manajer, kesempatan investasi, hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial*, serta penjelasan pentingnya variabel *sales* dan *interaction effect*

BAB III : Metode Penelitian

Bab ini memuat tentang pemecahan masalah yang digunakan untuk melakukan analisis yang dimaksudkan, meliputi metode pengumpulan data dan alat analisis.

BAB IV : Analisis Data

Bab ini menjelaskan tentang data atau keterangan tentang hasil dari olah data, yang merupakan masukan dalam menganalisis data yang tersedia, serta menguraikan pembahasan-pembahasan yang dilakukan berdasarkan ruang lingkup pembahasan dan metode pemecahan masalah yang diusulkan.

BAB V : Penutup

Bab ini mengemukakan kesimpulan yang diperoleh dari pemecahan masalah serta memberikan saran yang diperlukan dalam pelaksanaan hasil pemecahan masalah.



BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Pembelanjaan Modal (*Capital Expenditure*)

Keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut disebut pembelanjaan perusahaan. Fungsi pembelanjaan pada dasarnya:

1. Fungsi penggunaan atau mengalokasikan dana yang dalam pelaksanaannya, manajer keuangan harus mengambil keputusan pemilihan alternatif investasi atau keputusan investasi (*investment decision*)
2. Fungsi memperoleh dana atau fungsi pendanaan yang dalam pelaksanaannya manajer keuangan harus mengambil keputusan pemilihan alternatif pendanaan atau keputusan pendanaan (*financial decision*)

Berhubungan dengan hal tersebut maka pengertian pembelanjaan perusahaan dapat didefinisikan sebagai keseluruhan aktivitas perusahaan yang bersangkutan dengan usaha mendapatkan dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan beserta usaha untuk menggunakan dana tersebut seefisien mungkin, maka Van Horne yang dikutip Riyanto (1996) merinci fungsi pembelanjaan dalam tiga bidang keputusan, yaitu:

1. Keputusan mengenai investasi
2. Keputusan mengenai pemenuhan kebutuhan dana
3. Keputusan mengenai deviden.

Keputusan mengenai investasi mungkin merupakan keputusan paling penting diantara ketiga bidang keputusan tersebut, karena keputusan mengenai investasi ini akan berpengaruh secara langsung terhadap besarnya keputusan dalam pendanaan salah satunya adalah dengan aliran kas perusahaan untuk waktu-waktu berikutnya.

Pembelanjaan di satu pihak dapat dipandang sebagai masalah penarikan modal dan dilain pihak dapat dipandang sebagai masalah penggunaan modal. Bagi perusahaan yang membutuhkan dana dan perusahaan yang meminta atau menarik modal, mempunyai beberapa masalah dalam menentukan cara bagaimana perusahaan tersebut dapat memperoleh modal yang dibutuhkan dengan syarat-syarat yang paling menguntungkan, masalah ini ialah apa yang disebut masalah "pembelanjaan modal pasif".

Sehubungan dengan hal itu Riyanto (1996) menjelaskan lebih lanjut mengenai masalah pembelanjaan tersebut, masalah pembelanjaan dapatlah dibedakan antara masalah "pembelanjaan kuantitatif", yaitu meliputi masalah penentuan besarnya atau kuantitas modal yang dibutuhkan, dan masalah "pembelanjaan kualitatif" yaitu masalah penentuan jenis (kualitas) modal, masalah pembelanjaan kualitatif ini meliputi persoalan-persoalan tentang untuk berapa lama modal akan digunakan, macam modal apa yang akan digunakan, pendapatan apa yang akan diterima, dan modal apa yang akan diinvestasikan. Masalah pembelanjaan kualitatif merupakan salah satu masalah yang penting bagi perusahaan, karena masalah inilah yang akan menentukan baik-buruknya struktur modal perusahaan. Setiap perusahaan

akan berusaha untuk mencapai keseimbangan. Ditinjau dari sumber mana modal itu diperoleh, pembelanjaan dapat dibedakan antara: "pembelajaan dari luar perusahaan" (*external financing*) dan "pembelanjaan dari dalam perusahaan" (*internal financing*). Pembelanjaan dari luar perusahaan dapat dijalankan dengan memenuhi kebutuhan modal yang berasal dari para kreditur (kredit dari bank, kredit dari penjual, kredit obligasi, kredit dari negara, kredit asuransi dan sebagainya) bagi perusahaan yang bersangkutan merupakan utang atau modal asing yang disertai dengan kewajiban-kewajiban tertentu.

Pembelanjaan dari dalam perusahaan adalah bentuk pembelajaan dimana pemenuhan kebutuhan modal tidak diambilkan dari luar perusahaan, melainkan diambilkan dari *funds* yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, yang ini berarti suatu pembelanjaan dengan "kekuatan sendiri", pembelanjaan dari dalam perusahaan dapat dijalankan dengan menggunakan laba cadangan atau laba tidak dibagi serta dengan menggunakan penyusutan-penyusutan aktiva tetap yang sementara belum digunakan untuk mengganti ativa tetap yang lama.

Dalam karya tulis ini penulis mengartikan dana internal perusahaan adalah dengan aliran kas internal perusahaan (*Free Cash Flow*) yang akan dijelaskan lebih lanjut pada bagian selanjutnya yaitu pada pengertian aliran kas internal, hal ini didasarkan pada jurnal utama yang dipakai penulis dalam menyusun karya tulis ini, dimana aliran kas internal menjadi variabel bebas yang akan dianalisis untuk melihat seberapa jauh aliran kas dapat menjelaskan variabel tergantung yaitu pembelanjaan modal. Dengan demikian kelancaran

variabel tergantung yaitu pembelanjaan modal. Dengan demikian kelancaran aliran kas atau dana yang masuk dari luar ke dalam perusahaan untuk membiayai investasi dan operasi perusahaan sangat tergantung kepada kemampuan manajer keuangan dalam menjalankan fungsi pendanaan.

2.2 Pengertian Aliran Kas Internal (*Internal Cash Flow*)

Kas merupakan salah satu bagian dari aktiva yang memiliki sifat paling lancar (paling likuid) dan paling mudah berpindah tangan dalam suatu transaksi dikutip dari Martono dan Harjito (2002).

Alasan penulis untuk memilih aliran kas internal daripada laba ditahan dalam karya tulis ini adalah karena aliran kas internal yang berupa *free cash flow* dipandang lebih riil atau nyata untuk digunakan dalam pembelanjaan modal dengan alasan yang dikutip dari Brigham F. Eugene dan Houston F Joel, (2001) menjelaskan bahwa jumlah yang dilaporkan dalam akun laba ditahan tidak menunjukkan jumlah kas yang dimiliki perusahaan. Kas (per tanggal neraca) dapat ditemukan pada akun kas-akun aktiva. Laba ditahan yang positif hanya menunjukkan bahwa di masa lalu perusahaan memperoleh laba yang sama, tetapi dividen yang dibayarkan lebih kecil dibandingkan labanya. Meskipun perusahaan melaporkan laba dan peningkatan laba ditahan, namun perusahaan mungkin saja masih kekurangan kas. Situasi yang sama terjadi pula pada individu, kita mungkin memiliki BMW baru (bukan hutang), banyak pakaian, stereo yang mahal atau memiliki kekayaan bersih yang tinggi, tetapi kita hanya memiliki 23 sen dikantong ditambah \$5 dalam rekening giro,

Arti dari pernyataan yang digambarkan oleh Eugene, menurut penulis menandakan bahwa walaupun kita atau perusahaan memiliki banyak asset yang berupa aktiva selain kas dan memiliki laba yang cukup signifikan untuk pertumbuhan perusahaan tetapi perusahaan tidak memiliki cukup kas maka bagaimana perusahaan dapat menjalankan kegiatan operasional perusahaan dan memenuhi kewajibannya kepada kreditur serta untuk merealisasikan proyek-proyek masa depan sebagai alternatif sumber pendanaan perusahaan di masa yang akan datang. Jadi aliran kas perusahaan merupakan bagian penting bagi hidup matinya perusahaan.

Dalam manajemen keuangan, pada dasarnya ada dua kategori arus kas, yaitu arus kas yang digunakan untuk membiayai operasional perusahaan (termasuk investasi) dan arus kas lebih atau arus kas yang tersisa (*free cash flow*) (Susila, 2004).

Sasongko (2003) dalam Susila (2004) menjelaskan definisi *free cash flow* adalah arus kas lebih atau sisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai NPV positif. Lebih lanjut lagi Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan menggunakan *free cash flow* pada kesempatan investasi yang tidak menguntungkan daripada membayar deviden, membeli saham baru dan sebagainya.

Sasongko (2003) dalam Susila (2004) juga menyatakan *free cash flow* memiliki hubungan dengan teori keagenan karena menimbulkan konflik antara manajer dan pemegang saham dan berhubungan juga dengan *pecking order*

hipotesis ketika manajer memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pasar tentang nilai perusahaan.

Pada dasarnya, perusahaan akan membutuhkan atau menyimpan uang kas dengan tiga tujuan. Pertama, kebutuhan kas untuk transaksi, kebutuhan kas untuk transaksi ini diperlukan dalam pelaksanaan operasi usaha perusahaan, yaitu untuk kegiatan perusahaan sehari – hari. Kedua, kebutuhan kas untuk berjaga – jaga, kebutuhan kas untuk berjaga – jaga dimaksudkan untuk mengantisipasi aliran kas masuk dan keluar yang tidak kontinyu dan sulit diperkirakan. Ketiga, kebutuhan kas untuk berspekulasi, kebutuhan kas untuk berspekulasi dimaksudkan agar perusahaan dapat memanfaatkan kesempatan apabila ada barang yang dapat dibeli secara murah.

Ketersediaan kas dalam perusahaan merupakan hal yang mutlak. Setiap saat perusahaan harus memiliki persediaan kas minimal yang harus ada atau sering disebut persediaan besi (*safety cash*). Persediaan kas minimal ini bertujuan untuk menjaga agar kelangsungan operasi perusahaan tetap terjamin dan dapat memenuhi kewajiban finansial perusahaan apabila sewaktu-waktu harus dibayar.

Lebih jauh Martono dan Harjinto (2002) dalam Susila (2004) menjelaskan bahwa keputusan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan apakah suatu investasi layak dilaksanakan oleh perusahaan atau tidak. Pengambilan keputusan tersebut mempertimbangkan aliran kas keluar yang akan dikeluarkan perusahaan dan aliran kas masuk yang akan diperolehnya berkaitan dengan investasi yang dilakukan.

2.3 Pengertian Kepemilikan Manajer Dalam Perusahaan (*Insider Ownership*)

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham Gapensi (1996) dalam Wahidahwati (2002)). Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Menurut teori keagenan (Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati, (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, salah satunya berkaitan dengan kepemilikan manajer, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen agar manajer merasakan

langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekwensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, hal ini diutarakan Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002).

Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan manajer dan *institusional* dengan kata lain *manajerial ownership* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana.

2.4 Pengertian Kesempatan Investasi (*Investment Oppourtunity*)

Investment Opportunity Set atau kesempatan investasi adalah tersedianya alternative investasi di masa datang bagi suatu perusahaan, hal ini diutarakan oleh Harto (1999) dalam Yusuf dan Firdauz (2005), maka secara umum IOS menggambarkan tentang luasnya peluang investasi, dalam hal ini tergantung pada pilihan pembelanjaan modal (*capital expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang.

Jadi IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pada pilihan investasi lainnya, seperti periklanan yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan

perusahaan, hal ini diutarakan Prasetyo (2000) dalam Yusuf dan Firdauz (2005).

Menurut Chun dan Charoenwong (1991) dalam Bukhori (2005), IOS merupakan suatu akibat dari apa yang dilakukan oleh perusahaan yang bervariasi antar perusahaan dalam rangka mempercepat terbentuknya *barrier* bagi pesaing atau menunda terjadinya persaingan di pasar. Perbedaan keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan dalam rangka menghadapi perusahaan pesaing yang hendak memasuki pasar serta variasi pilihan-pilihan strategi perusahaan dalam rangka memperoleh keunggulan kompetitif mengakibatkan IOS sangat bervariasi antar perusahaan. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamam diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi dan penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar.

Penelitian yang dilakukan Myers (1977) dikutip dari Hamidi (2003), mengaitkan adanya peluang pertumbuhan dan pinjaman perusahaan. Dalam modelnya pinjaman perusahaan berhubungan terbalik dengan nilai perusahaan yang tergantung pada nilai kesempatan investasi masa yang akan datang. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa pengeluaran untuk merealisasikan kesempatan investasi 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.

Menurut penelitian yang dilakukan Jung, et, al (1995) dalam Hamidi (2003) 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. 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 kesempatan investasi yang menguntungkan. Sementara itu, hubungan kewenangan dengan pendanaan ekuitas merupakan hal yang berharga bagi perusahaan-perusahaan dengan kesempatan investasi yang lebih baik, karena perusahaan-perusahaan tersebut dapat memperoleh banyak keuntungan dari kesempatan investasinya. Dengan analisis tersebut perusahaan-perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang bagus cenderung untuk menerbitkan ekuitas. Perusahaan-perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang jelek akan menerbitkan hutang jika manajemen dimonitor oleh penyedia modal terhadap perusahaan dan penerbitan ekuitas lainnya, Jung, et al, (1995) melaporkan bahwa dengan kesempatan investasi yang lebih baik, lebih memungkinkan untuk menerbitkan ekuitas dan reaksi harga saham terhadap penerbitan ekuitas akan lebih menguntungkan bagi perusahaan-perusahaan dengan kesempatan investasi yang bagus.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Barclay et, al (1999), mengemukakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena terdapat banyak kesempatan investasi sehingga dividen yang dibayarkan lebih rendah dari perusahaan dengan pertumbuhan rendah Hamidi (2003).

2.5 Teori yang Mendasari *Pecking Order Hypotheses*

Munculnya teori *Pecking Order* akibat adanya beberapa bukti empiris yang ditemukan menunjukkan inkonsistensi dengan teori sebelumnya. Pertama, yang ditemukan oleh Myers (1984) dalam Hamidi (2003), yaitu adanya penilaian negatif dari para pemegang saham akibat dari penerbitan saham atau pengurangan *leverage*, hal tersebut juga didukung oleh Masulis (1980), jika perubahan dalam rasio hutang adalah pergerakan mendekati puncak dalam kurva, maka kenaikan *leverage* seharusnya merupakan usaha untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kedua Kester (1986), Titman and Wessel (1988) dan Rajan and Zingales (1985) menemukan hubungan negatif yang kuat antara rasio hutang dengan tingkat keuntungan di masa lalu. Dalam model *Pecking Order* Myers (1984) dan Myres dan majluf (1984) tidak ada yang disebut sebagai rasio hutang yang optimal, karena rasio hutang hanya merupakan suatu hasil kumulatif dari hirarki pendanaan dari waktu ke waktu (Djakman, 2001).

Teori ini dibangun berdasarkan asumsi dan temuan empiris tentang perilaku keuangan perusahaan :

1. Kebijakan deviden perusahaan yang bersifat 'sticky' (tidak gampang naik turun). Manajer selalu berusaha menjaga agar dividen per lembar saham tidak berubah meskipun terjadi fluktuasi yang bersifat temporer pada laba perusahaan. Perilaku ini pertama kali dicatat oleh Lintner (1956).
2. Perusahaan lebih menyukai sumber dana internal (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan dengan sumber dana external (hutang dan ekuitas).
3. Jika harus memakai sumber dana external maka perusahaan akan memilih sekuritas teraman.
4. Ketika kebutuhan dana external cukup besar maka perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas menurut urutan; hutang yang paling aman, kemudian hutang yang beresiko tinggi, *convertible securities*, *preferred stock*, dan terakhir saham biasa.

Model *pecking order* ini lebih menekankan pada motivasi manajer dibandingkan dengan pada prinsip-prinsip penilaian pasar (Arifin, 2005).

Dalam bentuk yang sederhana, teori *pecking order* ini telah dilontarkan jauh sebelum penelitian yang dilakukan oleh Myers, tetapi sebagian besar para ahli ekonomi modern mengabaikan teori ini karena dianggap tidak rasional. Hal ini karena anggapan yang ditimbulkan model ini berupa kondisi pasar yang tidak sempurna, hal ini sulit diterima sebagai pandangan pasar modern. Namun Myers mampu memberikan penyesuaian *model pecking order* yang lebih dapat diterima, dimana Myers dan Majluf (1984) dalam Arifin (2005) membuat 2 asumsi mengenai manajer perusahaan yaitu dengan

landasan asumsi adanya *asymmetric informasi*, dua asumsi utama ini berkaitan dengan manajer. Pertama, manajer lebih mengetahui kinerja (*earning*) perusahaan saat ini dan kesempatan investasi yang ada dibandingkan dengan investor luar. Kedua, manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham lama (*existing shareholders*) perusahaan.

Mengapa dua asumsi tersebut penting? Asumsi adanya *asymmetric information* dapat diartikan bahwa ketika manajer menemukan kesempatan investasi yang bagus (NPV-nya tinggi), dia tidak dapat menyampaikan informasi tersebut ke investor luar karena investor luar tidak percaya. Padahal manajer ingin sekali menginformasikan ditemukannya proyek bagus tersebut agar harga saham perusahaan meningkat, karena investor luar tidak dapat membuktikan klaim adanya proyek bagus sebelum proyek tersebut berjalan beberapa tahun, maka mereka akan menilai lebih rendah setiap proyek baru dan hanya bersedia membeli saham baru yang diterbitkan perusahaan jika ada *discount* yang besar. Karena adanya sikap seperti itu maka tidak jarang manajer terpaksa tidak menjalankan proyek yang sebenarnya bagus jika untuk mendanai proyek tersebut perusahaan harus menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru hanya akan menguntungkan pemegang saham baru dan justru merugikan pemegang saham lama.

Jadi manajer tidak dipercayai oleh investor, investor akan menilai lebih rendah atas saham yang diterbitkan perusahaan, dan manajer terpaksa melepas beberapa proyek bagus. Masalah ini merupakan masalah sifat dasar manusia (masalah ketidakpercayaan) sehingga tidak dapat diatasi dengan

cara menurunkan biaya transaksi atau inovasi pasar modal yang lain. Lalu solusinya adalah menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Arifin (2005), solusinya perusahaan harus menyimpan *financial slack* yang cukup untuk membiayai proyek – proyek dengan dana internal. *Financial slack* meliputi kas yang dipegang perusahaan dan surat – surat berharga jangka pendek serta *debt capacity* yang tak terpakai (*risk-free debt*). Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak perlu menerbitkan *risky debt* atau saham untuk mendanai proyek – proyek barunya sehingga masalah *asymmetric information* tidak akan muncul. Perusahaan akan dapat menerima seluruh proyek bagus tanpa harus merugikan pemegang saham lama. Teori ini merupakan penjelasan adanya perilaku perusahaan yang menahan sebagian laba dan membuat cadangan kas dalam jumlah yang cukup besar.

2.6 Teori yang Mendasari *Manajerial Hypotheses*

Hipotesis *manajerial* memfokuskan pada *conflict of interest* antara manajer dengan pemegang saham saat ini yang muncul dari pemisahan kontrol dan kepemilikan, dengan kata lain bahwa hipotesis *manajerial* ini dibangun berdasarkan teori keagenan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Hamidi (2003) memberikan penjelasan tentang konflik antara para manajer 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 flow* 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 keagenan yang menyimpulkan bahwa permasalahannya adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mengeluarkan kas yang diinvestasikan pada pembelanjaan modal yang tidak sejalan dengan kepentingan – kepentingan para pemegang saham. Beberapa peneliti lain berpendapat bahwa konflik keagenan dapat ditekan tetapi tidak dapat dihilangkan (Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Jensen and Ruback, 1983; Hart, 1983; Jensen 1986) dalam Sartono (2001)

Jensen dan Meckling (1976) dalam Arifin (2005) mendefinisikan α sebagai bagian saham yang dimiliki oleh manajer, jika $\alpha=1$ berarti perusahaan dimiliki sepenuhnya oleh manajer dan dia menanggung semua resiko, jika nilai perusahaan tidak optimal sebagai akibat penggunaan sumber daya perusahaan yang tidak efektif atau bahkan mengarah pada pemborosan, jika $\alpha < 1$, berarti tindakan tidak optimal yang dilakukan manajer ditanggung tidak hanya oleh manajer tetapi juga oleh pemodal luar (*outside investors*). Setiap rupiah penggunaan dana akan ditanggung oleh manajer sebesar α dan oleh investor lain sebesar $(1-\alpha)$. Keadaan ini membuat manajer akan cenderung meningkatkan pengeluaran konsumtif-nya jika α semakin kecil.

Mengapa manajer memiliki kesempatan untuk melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham? Seorang pengusaha memutuskan mengambil dana dari investor luar untuk membiayai pengembangan perusahaan atau sekedar untuk mengurangi dana yang mereka tanamkan diperusahaannya. Sementara itu investor membutuhkan keahlian manajer (*human capital* yang dimiliki manajer) untuk mengembangkan uang yang dimilikinya. Permasalahannya adalah bagaimana investor yakin bahwa dana yang mereka serahkan ke manajer tersebut tidak disalah gunakan? Dikutip dari Arifin (2005), beliau menjelaskan bahwa prosedur yang umum dipakai adalah antara investor dan manajer menandatangani kontrak yang menjelaskan apa yang boleh dilakukan oleh manajer atas dana yang disetor investor dan bagaimana penghasilan akan dibagi antara investor dan manajer. Idealnya kontrak tersebut haruslah selengkap mungkin sehingga mengatur apa saja tindakan yang boleh dan tidak boleh dilakukan manajer pada berbagai situasi. Namun permasalahannya adalah tidak mungkin semua situasi atau peristiwa yang akan terjadi dimasa depan dapat diidentifikasi pada saat ini sehingga sebuah kontrak yang lengkap secara teknis tidak mungkin dibuat. Maka solusinya adalah manajer dan investor harus mengalokasikan *residual control rights*, yaitu hak membuat keputusan pada saat ada peristiwa yang tidak bermaklup dalam kontrak, *residual control rights* ini harus dialokasikan secara efisien diantara manajer dan investor.

Secara prinsip *residual control rights* mestinya diberikan seluruhnya ke investor karena investorlah yang memiliki dana, setiap kali ada hal yang

diluar dugaan maka investorlah yang mengambil keputusan, namun prinsip ini sering tidak jalan karena investor tidak memiliki kemampuan memutuskan mana yang terbaik, makanya investor meminta manajer untuk mengelola dananya, atau mereka tidak memiliki informasi yang cukup untuk mengambil keputusan. Akibatnya manajer justru memiliki *residual control rights* yang lebih besar dari pada yang dimiliki investor sehingga manajer dapat mengalokasikan dana sesuai pilihan mereka.

Jensen (1986) menduga bahwa manajer lebih suka menginvestasikan kembali *free cash flow* dari pada mengembalikannya ke investor, pernyataan ini juga didukung oleh Sasongko (2003) dalam Susila (2004), menyatakan bahwa manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan melakukan investasi dengan menggunakan FCF pada kesempatan investasi yang tidak menguntungkan dari pada membayar deviden, membeli saham baru dan sebagainya. Hal tersebut yang menyebabkan terjadinya konflik kepentingan diantara pemegang saham dan para manajer atas pembayaran deviden terutama sekali pada saat organisasi menghasilkan *free cash flow* secara substansial.

Dari uraian diatas penulis mengambil kesimpulan bahwa inti dari hipotesis manajerial tersebut adalah pada masalah konflik keagenan yang pada akhirnya akan menimbulkan biaya keagenan yang cukup besar, dimana hal tersebut akan menyebabkan nilai perusahaan tidak bisa dicapai secara maksimal. *Equity agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham terjadi terutama jika perusahaan memiliki *excess cash flows*, dimana akses

aliran kas tersebut kecenderungannya akan digunakan oleh manajemen untuk meningkatkan kekuasaannya melalui investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites*.

Dari penjelasan singkat diatas terlihat jelas bahwa pada hipotesis manajerial, *free cash flows* (aliran kas internal) dapat menimbulkan masalah atau dapat memicu terjadinya agency konflik, dimana terdapat pemisahaan atas kepemilikan dan kontrol, karena tim manajemen diberi kewenangan untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan – keputusan yang diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan. Tetapi pada kenyataannya, harapan agar tim manajemen selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan sering kali tidak terwujud, banyak keputusan yang diambil oleh manajer yang justru lebih menguntungkan manajer dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham.

Penggunaan dana (*free cash flow*) perusahaan untuk pembelian fasilitas manajer yang berlebihan, penahanan laba perusahaan untuk investasi yang kurang menguntungkan dan berbagai kecurangan yang dapat mengurangi laba atau aset perusahaan. Asumsi bahwa orang – orang yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan nilai perusahaan ternyata tidak selalu terpenuhi, manajer memiliki kepentingan (*interest*) pribadi dan kepentingan pribadi ini sebagian besar bertentangan dengan kepentingan pemilik perusahaan sehingga muncullah masalah agensi.

2.7 Variabel Interaction Effect (Interaksi)

Untuk bisa memahami sepenuhnya pengaruh – pengaruh kepemilikan manajer dan kesempatan investasi , maka perlu mempertimbangkan tentang kemungkinan adanya interaksi dengan aliran kas internal. Dimasukkannya aspek interaksi kedalam persamaan menurut Hamidi (2003) adalah untuk menguji hipotesis *manajerial* . Menurut hipotesis *manajerial* tingkat aliran kas tinggi memberikan peluang bagi para manjer untuk melakukan *over investment* dalam pembelanjaan modal dan tingkat kepemilikan manajer yang rendah akan memberikan insentif, sedangkan besar kecilnya kesempatan investasi tidak mempengaruhi manajer dalam melakukan, karena pembelanjaan modal yang dilakukan tidak berdasarkan kesempatan investasi yang ada, akan tetapi berdasarkan pada keinginan manajer untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri untuk mendapatkan insentif lain dengan melakukan pembelanjaan modal yang berlebihan.

Jadi, variabel interaksi ini ditujukan untuk menguji apakah manajer dalam memutuskan pembelanjaan modal mengarah pada tindakan *over investment* , bila hal ini terbukti maka dapat mendukung hipotesis *manajerial*, sehingga memang benar dibutuhkan tingkat kepemilikan manajer yang signifikan guna mengatasi masalah perilaku *over investment* pada manajer perusahaan.

Hipotesis *manajerial* memprediksikan adanya arah hubungan yang negatif untuk koefisien interaksi antara aliran kas internal dengan kepemilikan manajer dan kesempatan investasi. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995) yang

penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995) yang memasukkan variabel interaksi kedalam persamaan.

2.8 Variabel *Sales*

Dikutip dari Hamidi (2003), *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 aliran kas internal, kepemilikan manajer dan kesempatan investasi dapat diketahui pengaruhnya dengan jelas sehingga dapat memperkecil tingkat bias minimum.

Gordon dan Griner (1995) menyatakan bahwa Alasan memasukkan variabel ini sebagai variabel kontrol adalah karena tanpa mengontrol variabel ini hubungan antara pembelanjaan modal dengan aliran kas internal tidak akan terduga, karena pembelanjaan modal dan aliran kas internal kemungkinan memiliki hubungan yang positif dengan ukuran perusahaan, begitu juga halnya dengan kesempatan investasi. Selanjutnya, begitu juga hubungan antara pembelanjaan modal dengan kepemilikan manajer bisa menjadi tidak terduga, karena perusahaan besar cenderung kepemilikan *insider ownership*nya kecil. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yaitu Griner dan Gordon (1995) yang menggunakan variabel *sales* sebagai variabel kontrol.

2.9. Hasil Penelitian Terdahulu

Karya tulis ini merupakan replikasi dari jurnal Masyuri Hamidi yang terdapat pada Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, vol 18, no 3, 2003, 271 – 287 yang berjudul *INTERNAL CASH FLOW, INSIDER OWNERSHIP, INVESTMENT OPPORTUNITY, DAN CAPITAL EXPENDITURES: SUATU PENGUJIAN TERHADAP HIPOTESIS PECKING ORDER DAN MANAGERIAL*.

Perbedaan antara karya tulis ini dengan penelitian sebelumnya adalah pada sampel penelitiannya baik dalam kurun waktu penelitiannya maupun dalam pengklasifikasian perusahaan yang diambil sebagai sample dan alat analisis yang digunakan, dimana penulis menggunakan data perusahaan yang *listed* di BEJ pada tahun 2001 sampai dengan 2004, sedangkan pada karya tulis sebelumnya menggunakan data perusahaan yang *listed* di BEJ pada tahun 1993 sampai dengan 1996 selanjutnya kriteria perusahaan manufaktur yang menjadi sampel kali ini adalah perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajer selama empat tahun berturut-turut sedangkan pada penelitian sebelumnya, perusahaan yang menjadi sampel paling tidak harus memiliki kepemilikan manajer pada salah satu tahun selama periode pengujian. Alat analisis yang digunakan penulis adalah Eviews 3 sedangkan penelitian terdahulu menggunakan SPSS 11, tetapi teknik pengujian hipotesis yang digunakan sama yaitu menggunakan analisis *multiple regression* (regresi berganda).

Penelitian empiris tentang *pecking order* juga pernah dilakukan di Indonesia, seperti yang dilakukan oleh Pangeran (2000) dalam Sartono (2001), 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. Selain itu, sejumlah studi yang dilaksanakan atas faktor-faktor penentu pembelanjaan modal (Fazzari dan Athey, 1987; dan Fazzari et al., 1988) dalam Hamidi (2003) menginterpretasikan arti penting aliran kas internal dalam kerangka kerja *pecking order*, namun tidak berusaha untuk menguji penjelasan ini terhadap alternatif *managerial*. Lebih lanjut, penelitian yang dilakukan oleh Fazzary dan Athey (1987) dan Fazzary, et al., (1988) menyimpulkan bahwa aliran kas internal merupakan faktor-faktor penentu penting pembelanjaan modal, Nicholson (1992) mengemukakan bahwa pembelanjaan modal mempengaruhi keputusan – keputusan produksi, seberapa besar dana yang akan diinvestasikan dalam asset tetap.

Disamping itu, pembelanjaan modal juga sering dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat pembelanjaan modal maka diharapkan akan semakin baik kinerja perusahaan (McConnell dan Muscarella, 1985) dalam Hamidi (2003).

Penelitian yang dilakukan oleh Sartono (2001) pada perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan jumlah sample 223 perusahaan selama 5 tahun dari tahun 1994-1998, untuk melihat pengaruh aliran kas internal dan

kepemilikan manajerial terhadap pembelanjaan modal menyatakan bahwa aliran kas internal mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pembelanjaan modal sedangkan kepemilikan manajerial tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pembelanjaan modal. Hal ini menunjukkan bahwa berlakunya hipotesis *pecking order* di Indonesia dan tidak berlakunya hipotesis *managerial*.

Hamidi (2003) mengutarakan beberapa penelitian lain yang berkaitan IOS, yaitu yang dilakukan oleh Gaver (1992) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dapat mengadopsi rencana kerja dalam jangka panjang untuk menyelaraskan insentif manajemen dan kepentingan pemegang saham dalam menentukan kesempatan investasi (*investment opportunity set*). Tingkat pembelanjaan modal dipengaruhi oleh pertimbangan atau kebijaksanaan yang dilakukan *agency* (manajer) 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 pembelanjaan modal, misalnya; McConnel, 1985 dan Waegelian, 1988, namun masih sedikit diketahui hubungan antara kepemilikan manajerial dan pembelanjaan modal. Namun demikian, terdapat peneliti lain yang melakukan studi tentang pengaruh-pengaruh lain dari kepemilikan manajerial. Hasil penelitian Haugen dan Senbet (1981) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial 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 kepemilikan manajerial dan kinerja finansial perusahaan.

2.10 Formula Hipotesis

2.10.1 Aliran Kas Internal Sebagai Penentu Pembelanjaan Modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Fazzary dan Athey (1987) dan Fazzary et al (1988) yang terdapat pada Hamidi (2003) menyimpulkan bahwa aliran kas internal merupakan faktor – faktor penentu penting pembelanjaan modal selanjutnya Nicholson (1992) juga mengemukakan bahwa pembelanjaan modal mempengaruhi keputusan – keputusan produksi, seberapa besar dana yang akan diinvestasikan dalam aset tetap. Disamping itu, pembelanjaan modal juga sering dikaitkan dengan kinerja perusahaan, semakin tinggi tingkat pembelanjaan modal maka diharapkan akan semakin baik kinerja perusahaan (McConnell dan Muscarella, 1985).

Jorgenson dan Siebert (1968) dalam Hamidi (2003) melaksanakan salah satu penelitian yang dibandingkan secara komprehensif atas kekuatan penjelas dari sejumlah teori tentang penentu pembelanjaan modal, dengan didasarkan pada penelitian *time series* terhadap lima belas perusahaan besar manufaktur selama dua puluh tahun, mereka mengurutkan model – model yang ada dengan urutan sebagai berikut: *neoclassical*, *sales accelerator*, *expectations* dan *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 pembelanjaan modal.

Meskipun ada penelitian terdahulu pada umumnya sepakat bahwa aliran kas internal adalah penentu penting dari tingkat pembelanjaan modal namun terdapat ketidakcocokan mengenai model *pecking order* dan *managerial* yang berkaitan dengan faktor penentu tingkat pembelanjaan modal.

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 pembelanjaan modal dengan mengandalkan aliran kas internal karena adanya informasi yang asimetrik antara mereka sendiri dan calon pemegang saham yang

pontensial. Dimana, Myers dan Majluf membuat dua asumsi yang mendukung adanya *assymetric iformation* yaitu pertama, manajer lebih mengetahui kinerja perusahaan saat ini dan kesempatan investasi yang ada dibandingkan dengan investor luar, Kedua, manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham lama perusahaan, asumsi adanya *assymetric information* dapat diartikan bahwa ketika manajer menemukan kesempatan investasi yang bagus (NPV- nya tinggi), dia tidak dapat menyampaikan informasi tersebut ke investor luar karena investor luar tidak percaya. Padahal manajer ingin sekali menginformasikan ditemukannya proyek bagus tersebut agar harga saham perusahaan meningkat, karena investor luar tidak dapat membuktikan klaim adanya proyek bagus sebelum proyek tersebut berjalan beberapa tahun maka mereka akan menilai lebih rendah setiap proyek baru dan hanya bersedia membeli saham baru yang diterbitkan perusahaan jika ada discount yang besar (Arifin, 2005)

Jadi manajer tidak dipercaya oleh investor, investor akan menilai lebih rendah atas saham yang diterbitkan perusahaan, dan manajer terpaksa melepas beberapa proyek bagus. Masalah ini merupakan masalah sifat dasar manusia (masalah ketidakpercayaan) sehingga tidak dapat diatasi dengan cara menurunkan biaya transaksi atau inovasi pasar modal yang lain. Maka solusinya menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Arifin (2005), solusinya adalah perusahaan harus menyimpan *financial slack* yang cukup untuk membiayai proyek – proyek bagus dengan dana internal. *Financial slack* meliputi kas yang dipegang perusahaan dan surat – surat berharga jangka

pendek serta *debt capacity* yang tak terpakai (*risk - free debt*). Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak perlu menerbitkan *risky debt* atau saham untuk memdanai proyek-proyek barunya sehingga masalah *asymmetric information* tidak akan muncul.

Disisi lain, hipotesis *manajerial* memfokuskan pada *conflict of interest* antara manajer dengan pemegang saham saat ini yang muncul dari pemisahaan kontrol dan kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Arifin (2005) memberikan penjelasan tentang konflik antara para manajer dengan pemegang saham dalam bentuk teori keagenan (*agency theory*), selanjutnya 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 manajer untuk meningkatkan keuntungan pribadi (*perquisites*) melalui investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Lebih jauh lagi, menggunakan suatu pendapat tentang teori *agency* yang menyimpulkan bahwa permasalahannya adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mengeluarkan kas yang diinvestasikan pada pembelanjaan modal yang tidak sejalan dengan kepentingan – kepentingan para pemegang saham. Beberapa peneliti lain berpendapat bahwa konflik keagenan dapat ditekan namun tidak dapat dihilangkan (Jensen dan Meckling, 1976 ; Fama, 1980; Jensen dan Ruback, 1983; Hart, 1983; Jensen 1986) dalam Hamidi (2003)

Menurut Sartono (2001) ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan *dividen pay ou ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa harus mencari sumber dana external untuk membiayaan 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). Disamping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* 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) dalam Bukhori (2005) menjelaskan bahwa tingkat kepemilikan manajerial dan hutang yang tinggi juga akan berdampak buruk terhadap perusahaan, jika kepemilikan manajerial tinggi, manajer memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak pemegang saham external akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer (*insider*). Hal

ini disebabkan karena manajer mempunyai hak *voting* yang besar atas kepemilikannya yang tinggi. Begitu juga jika hutang yang tinggi akan berdampak munculnya *financial distres* yang akhirnya meningkatkan *bankruptcy cost*.

Disisi lain, Friend dan Lang (1988) dan Bathala et al (1994) dalam Hamidi (2003), mengatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan meningkatkan resiko hutang *non diversifiable*. Ini terjadi sebagai akibat dari adanya kecendrungan *insider* untuk memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut *insidr* memilih pembiayaan melalui hutang. Dengan kebijakan tersebut *insider* dapat mengalihkan penanggunggan resiko kepada pihak kreditur apabila proyek gagal. Sedangkan bila proyek berhasil pemegang saham 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 resiko kebangkrutan.

Dari uraian diatas menandakan bahwa dalam melakukan pembelanjaan modal perusahaan dapat menggunakan sumber dana external atau internal, tetapi dalam karya tulis ini penulis menitik beratkan pada pendanaan internal yang berupa aliran kas internal dalam bentuk *free cash flow*, secara langsung rencana pembelanjaan modal perusahaan sangat mempengaruhi tingkat likuiditas dan aliran kas, dimana perusahaan yang berkeinginan untuk melakukan pembelanjaan modal atau melakukan investasi harus memiliki

financial slack yang cukup untuk membiayai proyek dari pembelanjaan modal tersebut agar perusahaan tidak terjebak dengan keinginan pemegang saham potensial yang menilai rendah atau tidak percaya terhadap rencana manajemen dalam menginformasikan adanya proyek – proyek yang memiliki NPV yang positif yang akan dapat memberikan keuntungan dimasa yang akan datang.

Dua teori yang memberikan penjelasan yang berkaitan dengan pengaruh aliran kas internal adalah *pecking order hypotheses* dan *manajerial hypotheses*. Kedua hipotesis ini sama – sama memiliki ketergantungan dengan aliran kas internal.

Pada hipotesis *pecking order*, aliran kas digunakan untuk solusi dalam masalah *asymmetric information*, yaitu adanya ketidakpercayaan investor luar terhadap rencana pembelanjaan modal yang akan dilakukan perusahaan, sehingga agar perusahaan dapat melanjutkan rencana pembelanjaan modalnya dalam bentuk investasi terhadap suatu proyek, maka manajemen menggunakan *Financial slack* yang salah satunya adalah aliran kas internal berupa *free cash flow*.

Dilain sisi, pada hipotesis *manajerial*, aliran kas internal yang menganggur dip perusahaan menjadi pemicu masalah keagenan yaitu ketidakpercayaan pemegang saham kepada tim manajemen yang akan melakukan pembelanjaan modal yang menggunakan aliran kas internal, karena pihak pemegang saham memiliki pandangan bahwa manajemen hanya akan mensejahterakan diri mereka sendiri dengan cara melakukan pembelanjaan

modal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan daripada meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, dengan kata lain semakin besar dana untuk pembelanjaan modal maka akan semakin besar pula rencana manajemen untuk melakukan *over investment*.

Berdasarkan uraian diatas maka hubungan aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal akan mendukung keberadaan hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial*, karena kedua hipotesis tersebut sama – sama menyatakan bahwa aliran kas internal merupakan faktor penentu dari pembelanjaan modal, semakin besar aliran kas internal maka akan semakin besar pembelanjaan modal perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang disusun berkaitan dengan hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial* yaitu:

Hal: Aliran kas internal mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

2.10.2 Kepemilikan Manajerial Dan *Manajerial Hypotheses*

Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan investasi. Para pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, oleh karena itu mereka akan melakukan diversifikasi pada portofolio assetnya untuk meminimalkan resiko (Tandelilin, 2001). Sedangkan manajer sebaliknya lebih peduli pada resiko perusahaan secara keseluruhan dan munculnya kesempatan (peluang) sebagai akibat ketidakmampuan pemegang saham luar untuk melakukan

pengawasan atas semua tindakan yang dilaksanakan oleh pihak manajemen terutama pada aktivitas pendanaan.

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.

Lebih lanjut Hamidi (2003) menerangkan mengenai tingkat pembelanjaan modal dipengaruhi oleh pertimbangan atau kebijaksanaan yang dilakukan *agency* dan rencana kompensasi yang berdasarkan insentif yang digunakan untuk mengupayakan keselarasan kepentingan manajer dan pemegang saham (Agrawal dan Mandelker,1987; Gaver,1992). Meskipun terdapat beberapa penelitian terdahulu yang membahas tentang pembelanjaan modal misalnya McConnel,1985 dan Waegelian,1988 namun masih sedikit diketahui hubungan antara kepemilikan manajer dan pembelanjaan modal .Namun demikian, terdapat peneliti lain yang melakukan studi tentang pengaruh – pengaruh lain dari kepemilikan manajerial.Hasil penelitian Haugen dan Senbet (1981) menunjukkan bahwa kepemilikan manajer 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 kepemilikan manajer dan kinerja finansial perusahaan.

Seperti yang dikutip dari Benstone (1985, p. 82) dalam Hamidi (2003)

.....*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 kepemilikan manajer atas berbagai keputusan yang diambil, mengarahkan pada adanya kemungkinan bahwa kepemilikan manajer juga berpengaruh pada tingkat pembelanjaan modal.

Menurut hipotesis *manajerial*, aliran kas internal memberikan peluang bagi manajer yang mengutamakan kepentingan dirinya sendiri untuk melakukan tingkat pembelanjaan modal dan tingkat kepemilikan manajer yang rendah memberikan insentif bagi manajer untuk melakukan tingkat pembelanjaan modal yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang diinginkan oleh pemegang saham. Dalam hipotesis *managerial*, kepemilikan *manajerial* diharapkan dapat menekan kecenderungan para manajer untuk melakukan investasi yang berlebihan (*over investment*) dalam pembelanjaan modal, karena mereka ikut menanggung resiko – resiko dari tindakan yang mereka lakukan. Dengan demikian terdapatnya hubungan negatif antara pembelanjaan modal dengan kepemilikan *manajerial*. Selain itu pada hipotesis *pecking order* mengasumsikan

bahwa tidak terdapat konflik kepentingan antara para manajer dan pemegang saham saat ini, artinya bahwa tidak ada pengaruh antara pembelanjaan modal dengan kepemilikan manajerial maka dapat disusun hipotesis penelitian:

Ha2: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan.

2.10.3 Kesempatan Investasi dan *Pecking Order Hypotheses*

Bukhori (2005) menjelaskan bahwa munculnya istilah kesempatan investasi dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang, didukung oleh 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 pengembangannya saja, tetapi juga kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan kesempatan investasi dibanding dengan perusahaan yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Barclay et al (1999) dalam Hamidi (2003), mengemukakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena terdapat banyak kesempatan investasi sehingga dividen yang dibayarkan lebih rendah dari perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

Konsep hipotesis *pecking order* dengan mengandalkan aliran kas internal merupakan konsekuensi tindakan manajer demi kepentingan para pemegang saham saat ini dengan mengabaikan tingkat kepemilikan manajer dan aliran kas internal digunakan untuk mendanai kesempatan investasi yang menguntungkan dimasa yang akan datang. Selain itu hipotesis *pecking order* mengasumsikan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan (*conflict of interest*) antara para manajer dan pemegang saham saat ini, sehingga mengimplementasikan bahwa tidak ada pengaruh antara pembelanjaan modal dengan kepemilikan manajer.

Teori *pecking order* yang berhubungan dengan pendanaan perusahaan menyatakan bahwa para manajer mengikuti suatu hirarki pendanaan sebagai berikut: pendanaan internal, pinjaman dan pendanaan ekuitas external (Myers, 1984) dalam Djakman dan Halomoan (2001).

Menurut Jensen (1986) dalam Hamidi (2003); menjelaskan bahwa 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) dalam Hamidi (2003) menerangkan tentang bagaimana perusahaan secara aktual menetapkan hirarki pendanaan, menemukan bahwa :

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dengan menghasilkan dana secara internal yaitu dengan laba ditahan (*retained earning*) dan depresiasi.
2. Perusahaan menetapkan target *dividen pay out rasio* berdasarkan pada:
 - a. Ekspektasi kesempatan investasi dimasa yang akan datang
 - b. Ekspektasi terhadap aliran kas masa yang akan datang, target *pay out rasio* ditetapkan pada level tertentu, seperti *retained earning* ditambah depresiasi akan memenuhi kebutuhan pembelanjaan modal 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 aliran kas internal yang lebih dari yang dibutuhkan untuk menutupi pembelanjaan modal-nya, maka akan menginvestasikannya dalam *marketable security*, meningkatkan dividen atau pembelian kembali saham. Jika aliran kas internal tersebut tidak mencukupi untuk mendanai proyek – proyek baru yang tidak dapat ditunda, hal itu akan tercermin pada penurunan portofolio

marketable securities-nya, kemudian berlanjut pada pendanaan eksternal: pertama, menerbitkan hutang, *convertible bond* dan *common stock*. Dengan demikian Donaldson menyimpulkan bahwa sumber pendanaan hutang lebih aman dari ekuitas.

Berdasarkan hipotesis *pecking order* jika kesempatan investasi dimasa yang akan datang lebih baik maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut demi memaksimalkan kepentingan pemegang saham, sehingga pembelanjaan modal akan meningkat sesuai dengan kesempatan investasi.

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

Ha3: Kesempatan investasi mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pembelanjaan modal.

BAB III

METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan dibahas metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Pembahasan dimulai dengan pemilihan sampel dan pengukuran data yang digunakan dalam penelitian ini. Pembahasan dilanjutkan dengan pengukuran variabel yang menjelaskan penggunaan variabel dalam penelitian ini. Selanjutnya, pada bab ini disajikan asumsi – asumsi klasik yang digunakan sebelum pengujian hipotesis dilakukan.

3.1 Populasi dan Penetapan Sampel Penelitian

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 serta didasarkan pada laporan bahwa perusahaan manufaktur mempunyai elemen laporan keuangan yang paling lengkap (Anis, 2003). Disamping itu, pemilihan perusahaan manufaktur karena perusahaan permanufacturan cukup sensitif terhadap kejadian (Gantiyowati, 1999 dalam Jogianto dan Tarjo, 2003).

Sampel yang digunakan pada penelitian adalah data perusahaan selama empat tahun, 2001 sampai dengan 2004, perusahaan yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Pembatasan periode tersebut karena ingin memberikan hasil penelitian yang up to date sehingga dapat digunakan untuk

mempertimbangkan dalam pengambilan keputusan.

Pemilihan sample penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgment sampling*, yaitu pemilihan anggota sample dengan berdasarkan pada beberapa kriteria tertentu (Emory dan Cooper, 1995:228 dalam Hamidi, 2003). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 31 perusahaan dan bersifat *time series* yang diambil dari 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 public di *Jakarta Stock Exchange (BEJ)* antara tahun 2001 sampai dengan 2004
2. Perusahaan-perusahaan harus mempunyai *insider ownership* selama empat tahun berturut – turut (2001 – 2004), *insider ownership* yang dimaksudkan seperti direktur dan komisaris yang terdaftar sebagai *shareholder*.
3. Perusahaan-perusahaan harus melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory*

3.2 Metode Pengumpulan Data

Studi pustaka yang dilakukan penulis adalah dengan metode pengumpulan data dengan cara mempelajari teori, hasil penelitian, jurnal dan majalah untuk mendukung pemahaman peneliti atas permasalahan secara mendalam.

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu: data struktur kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (*managerial ownership*), *total asset*, *sales*, *net income* (NOPAT), *all current asset that do not pay interest*, *fixed asset*, *all current liabilities that do not charge interest*. Data-data ini diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam ICMD

Tabel 3.1
Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
- Total perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang memiliki data kepemilikan manajerial dari tahun 2001 sampai 2004 , Dengan rincian sebagai berikut:	234
Pada tahun 2001	43
- Pada tahun 2002	51
- Pada tahun 2003	49
- Pada tahun 2004	46
- Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang memiliki data kepemilikan manajerial selama empat tahun berturut – turut dari tahun 2001 sampai 2004	45
	31
Jumlah sampel yang digunakan	31

Berdasarkan tabel 3.1 diatas menjelaskan bahwa perusahaan yang terdaftar di BEJ yang memiliki *insider ownership* selama empat tahun berturut – turut dari tahun 2001 sampai 2004 adalah yang menjadi sampel untuk diteliti yang berjumlah 31 perusahaan. Data diolah secara pertahun untuk menghasilkan kesimpulan pertahun guna melihat pengaruh individu

tiap tahunnya terhadap hipotesis atau teori mana yang dipakai antara hipotesis *pecking order* atau hipotesis *manajerial* pada perusahaan Indonesia dalam menjalankan pembelanjaan modalnya. Daftar lengkap perusahaan terlampir

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

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

3.3.1. Variabel Pembelanjaan Modal (*capital expenditure*)

Pembelanjaan modal 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 *fixed asset* saat ini dengan total *fixed asset* pada periode sebelumnya, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Capecp}_{it} = \text{Total fixe asset}_t - \text{Total fixe asset}_{t-i}$$

3.3.2 Variabel Aliran Kas Internal (*internal cash flow*)

Aliran kas internal 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, dalam Hamidi, 2003). 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.

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

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

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

$$TOC = NOWC + NFA$$

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

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*

3.3.3 Variabel Kepemilikan Manajer (*insider ownership*)

Kepemilikan manajer 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:

$$IO_{it} = \frac{D \& C \ SHRS_{it}}{TOTSHRS_{it}}$$

Dimana:

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, dalam Hamidi, 2003)

TOTSHRS_{it} = Total jumlah saham yang dikeluarkan

3.3.4 Variabel Kesempatan Investasi (*investment opportunity*)

Yaitu suatu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977, dalam Hamidi 2003). Proksi yang digunakan adalah *rasio book value of gross property, plant and equipment* (PPE) dengan *book value of the asset* (BVA) (Sami dkk, 1999)

$$\text{Dimana: } IO_{(t+1)} = \left[\frac{PPE_t}{BVA_t} \right]$$

I_{Op} = investment opportunity

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

BVA_t = nilai buku total aktiva pada tahun t

3.3.5 Variabel *Interaction effect*

$$\left[\frac{\text{Flow}(it).IOP(t+1)}{IO(it)} \right]$$

Ini merupakan *interaction effect* antara aliran kas internal, kepemilikan manajer dan kesempatan investasi. Hipotesis manajerial memprediksikan arah hubungan positif untuk koefisien interaksi antara aliran kas internal, kepemilikan manajer dan kesempatan investasi. Hamidi (2003)

3.3.6. Variabel *Sales*

Dikutip dari Sartono (2001) yang menggunakan variabel sales sebagai variabel kontrol menjelaskan bahwa penjualan atau sales didefinisikan sebagai nilai penjualan yang dihasilkan perusahaan pada periode tertentu dalam satuan jutaan rupiah. Variabel ini dimunculkan dengan maksud pengaruh aliran kas internal dan kepemilikan manajer dapat ditemu kenal pada tingkat bias minimum.

Jadi, yang menjadi variabel dependen adalah pembelanjaan modal (*capital expenditure*) sedangkan variabel independennya adalah aliran kas internal, kepemilikan manajer, kesempatan investasi, interaksi effect dan sales.

3.4 Metode Perumusan Hipotesis

Dalam penelitian ini, formula hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

- H01 : Aliran Kas Internal tidak mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan
- Ha1 : Aliran Kas Internal mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pembelanjaan modal perusahaan
- H02 : Kepemilikan Manajerial tidak mempunyai pengaruh yang negatif terhadap tingkat pembelanjaan modal
- Ha2 : Kepemilikan Manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap tingkat pembelanjaan modal
- H03 : Kesempatan Investasi tidak mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pembelanjaan modal
- Ha3 : Kesempatan investasi mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pembelanjaan modal

3.5 Metode Analisis Data

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

a. Membentuk persamaan pembanding

Membentuk persamaan pembanding adalah untuk mengontrol faktor-faktor lain yang teridentifikasi memiliki pengaruh terhadap pembelanjaan modal. Pada model ini akan dimasukkan suatu determinan penting pembelanjaan modal sebagai variabel kontrol yang digunakan untuk mengontrol *size* sehingga diharapkan kita dapat mengetahui efek kenaikan dari aliran kas internal serta untuk menemukannya pengaruh aliran kas internal dan kepemilikan manajer pada tingkat bias minimum, hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu Griner dan Gordon (1995) dalam Hamidi (2003). Variabel kontrol tersebut adalah *sales* (penjualan), sehingga model pengujiannya adalah:

$$\text{Capexp}_{(it)} = B_0 + B_1 * (\text{sales})$$

Pengujian ini bertujuan untuk melihat apakah variabel *sales* memiliki tingkat signifikansi terhadap pembelanjaan modal sehingga variabel *sales* ini memang benar – benar dapat menurunkan tingkat bias minimum serta dapat menjadi menunjukkan bahwa terdapat variabel lain yang berpengaruh terhadap pembelanjaan modal selain variabel utama.

b. Memperluas model pembandingan

Memperluas model pembandingan dengan cara -memasukkan variabel kontrol (*sales*) dan variabel utama (aliran kas internal, kepemilikan manajer dan kesempatan investasi) serta *interaction effect* (interaksi) ke dalam bentuk analisis multiple regression secara bersamaan untuk melihat pengaruh variabel utama terhadap variabel dependen, maka persamaan regresi lengkap adalah sebagai berikut:

$$\text{Capexp}(it) = B_0 + B_1 * [\text{Sales}(it)] + B_2 * [\text{Flow}(it)] + B_3 [1/\text{IO}(it)] + B_4 * [\text{IO}_p(t+1)] + B_5 * \left[\frac{\text{Flow}(it)\text{IOP}(t+1)}{\text{IO}(it)} \right]$$

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

3.5.1 Uji Asumsi Klasik

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan parameter penduga yang sah apabila tidak melanggar uji asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah pengujian kenormalan, tidak terjadi multikolenieritas antar variabel independen, tidak terjadi heterokedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homokedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen, dimana pengujian asumsi tersebut akan menggunakan program komputer Eviews 3.

3.5.1.1 Pengujian Normalitas

Pengujian terhadap gejala normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residualnya terdistribusi secara normal. Cara pengujiannya dengan menggunakan metode Histogram-Normality Test. Untuk mendeteksinya adalah dengan pengujian Jarque-Berra atau yang lebih sering disebut J-B test. Dalam pengujian ini, normalitas data diukur dengan melihat nilai *Jarque Berra*-nya kemudian dibandingkan dengan nilai Table *Chi-square* (χ^2) dengan besarnya df adalah 2. Jika nilai Jarque-Berra lebih kecil dari nilai tabel *Chi-square* maka asumsi kenormalan residual (galat) regresi terpenuhi

3.5.1.2 Pengujian Multikoleniaritas

Pengujian terhadap gejala multikoleniaritas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel independen dalam persamaan regresi. Adanya multikoleniaritas akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data (Gujarati, 1995 yang dikutip dari Hidayat 2004). Untuk mendeteksi maka digunakan dengan cara melihat pada kolom (r^2) Autokorelasi (AC), yang diuji dengan metode *Correlogram Q-Statistic*, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom AC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-) (Dielman (1991) dalam Tarjo (2003).

3.5.1.3 Pengujian Autokorelasi

Pengujian terhadap gejala autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah ada hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (time series). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka estimasi least Square masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati (1995) dikutip Hidayat (2004)). Untuk mendeteksi digunakan dengan cara melihat pada kolom Partial Autokorelasi (PAC), yang diuji dengan metode *Correlogram Q-Statistik*, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom PAC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-) (Dielman (1991) dalam Tarjo (2003)).

3.5.1.4 Pengujian Heterokedastisitas

Heterokedastisitas yaitu variabel pengganggu yang memiliki varian yang berbeda disatu observasi ke obsevasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homokedastisitas yaitu setiap variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Pengujian terhadap gejala Heterokedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity Test (cross term)*. Untuk mengetahui apakah ada hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (time series). Untuk mendeteksi dapat dilihat dengan membandingkan R^2 Obs terhadap nilai Table (χ^2) Chi-square sesuai dengan nilai *degree of freedom* (df) yang besarnya berdasarkan jumlah variabel regresornya tidak termasuk konstanta.

Dimana R^2 Obs harus lebih kecil dari nilai Table (χ^2) *Chi-square*.

3.5.2 Uji Regresi Linier Berganda

3.5.2.1 Uji F

Uji F yaitu pengujian yang dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen (bebas) yang digunakan dalam model regresi secara bersama-sama dapat mempengaruhi variabel dependen (terikat). Uji F dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel kepemilikan manajerial, aliran kas internal, kesempatan investasi, sales dan interaction effect secara bersama-sama mempengaruhi variabel pembelanjaan modal. Cara yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai F hitung dengan F tabelnya dengan tingkat signifikansi yang ditentukan α sebesar 5 % (0.05) dimana:

Dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ dan df (derajat bebas) (k-1) untuk numerator, (n-k) untuk denominator, maka:

Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (F_{\alpha}; (k-1) (n-k))$, maka H_0 ditolak atau H_a diterima. Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (F_{\alpha}; (k-1) (n-k))$, maka H_0 diterima atau H_a ditolak.

Pengaruh variabel-variabel independen secara simultan dapat juga ditentukan dengan melihat tingkat signifikansinya lebih kecil daripada tingkat signifikansi (α) yaitu $\alpha = 0.05$. maka secara simultan variabel-variabel bebas mampu menjelaskan perubahan variabel independen secara signifikan.

3.5.2.2 Uji t

Uji t dilakukan untuk mengetahui signifikansi pengaruh secara individu dari masing-masing variabel independen (bebas) terhadap variabel dependen (terikat). Uji t dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen seperti variabel kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, aliran kas internal, sales dan interaction effect secara terpisah (parsial) mempengaruhi variabel pembelanjaan modal. Cara yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai t hitung dengan t tabelnya dengan tingkat signifikansi yang ditentukan (α) sebesar 5 % (0.05) dimana:

Dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ dan df (derajat bebas) $(n-k)$, maka:

$H_0 : \beta_i = 0$ (variabel X_i tidak mempengaruhi variabel Y)

$H_a : \beta_i \neq 0$ (variabel X_i mempengaruhi variabel Y)

Jika t hitung $>$ t tabel ($t_{\frac{\alpha}{2}; (n-k)}$), atau $-t$ hitung $<$ $-t$ tabel ($t_{\frac{\alpha}{2}; (n-k)}$), maka H_0 ditolak atau H_a diterima. Jika t hitung $<$ t tabel ($t_{\frac{\alpha}{2}; (n-k)}$), atau $-t$ hitung $>$ $-t$ tabel, maka H_0 diterima atau H_a ditolak. Uji t yang digunakan diatas adalah uji t 2 sisi.

Hubungan masing-masing variabel independen secara parsial dapat juga ditentukan dengan melihat tingkat signifikansinya, apabila tingkat signifikansinya lebih kecil daripada tingkat signifikansi (α) yaitu $\alpha = 0.05$, maka dikatakan bahwa secara parsial variabel independen tersebut

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam model regresi ini dilakukan uji asumsi klasik agar model tersebut valid dan tidak bias. Asumsi dasar yang harus dipenuhi adalah bebas dari multikolinieritas, autokorelasi, normalitas dan heteroskedastis (Gujarati, 1995 dalam Hidayat, 2004).

Jika pada hasil penelitian terdapat pelanggaran terhadap asumsi klasik, maka menyebabkan hasil estimasi menjadi tidak akurat sehingga diperlukan pengobatan sebelum model tersebut digunakan untuk pengujian hipotesis.

4.1 Pengujian Asumsi Klasik

4.1.1 Uji Normalitas

Pengujian terhadap gejala normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residualnya terdistribusi secara normal atau tidak. Cara pengujiannya dengan menggunakan metode Histogram-Normality Test. Untuk mendeteksinya adalah dengan pengujian Jarque-Berra atau yang lebih sering disebut J-B test. Dalam pengujian ini, normalitas data diukur dengan melihat nilai Jarque Berra-nya kemudian dibandingkan dengan nilai Table Chi-square (χ^2) dengan besarnya df adalah 2. Jika (*Jarque-Berranya*) lebih kecil dari nilai tabelnya maka lolos dari ketidaknormalan distribusi residual dengan kata lain dapat pula dilihat dari nilai probabilitas J-B test, kita membandingkan nilai probabilitas tersebut dengan 0,05,

dikatakan bebas dari normalitas bila nilai probabilitas lebih dari 0,05. Pengujian tersebut dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tahun	Jarque-Bera	Probability
2001	4,2168	0,1214
2002	7,0923	0,0288
2003	76,9188	0,0000
2004	3,3391	0,1883

4.1 Tabel Histogram – Normality Test

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa tahun 2002 dan 2003 tidak terpenuhi asumsi normalitasnya, dengan kata lain nilai residual pada tahun tersebut tidak terdistribusi dengan normal, hal ini terjadi dikarenakan data sekunder pada tahun 2002 dan 2003 penyebarannya tidak merata atau tidak normal, untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada gambar yang terlampir.

Untuk tahun 2001 dan 2004 terpenuhi asumsi normalitas yaitu pada tahun tersebut tidak terjadi normalitas artinya distribusi atau penyebaran residual pada tahun 2001 dan 2004 normal.

Dilihat dari sifat data ekonomi yang memang mempunyai fluktuasi nilai yang cukup tinggi yang tidak dapat kita prediksikan sehingga data yang kita dapatkan sebagai bahan penelitian tidak seideal yang kita inginkan, dimana banyak sekali faktor – faktor yang mempengaruhi nilai yang terdapat pada data ekonomi (data sekunder), baik dari faktor external yang tidak dapat dihindari maupun faktor internal yang muncul dari tiap-tiap perusahaan itu sendiri yang mencerminkan keadaan ekonomi di

perusahaan tersebut. Maka wajar bila dari kurun waktu empat tahun ada beberapa tahun yang tidak normal, dimana hal ini terjadi karena faktor alamiah yang terkandung pada data sekunder yang digunakan oleh penulis, penulis memang tidak melakukan transformasi untuk menyembuhkan normalitas karena hal tersebut nantinya dapat merubah model regresi pada tiap-tiap tahunnya akibatnya masing-masing tahun akan mempunyai model regresi yang berbeda-beda pada akhirnya masing-masing tahun tersebut tidak dapat dibandingkan satu sama lain sehingga tidak dapat memberikan suatu kesimpulan guna mendukung keputusan ekonomi. Berdasarkan alasan diatas penulis mengabaikan asumsi normalitas yang terdapat pada tahun 2002 dan 2003 karena memang tidak ada pilihan lain yang terbaik selain tetap mempertahankan keseragaman model regresi, agar tujuan dari penelitian ini tetap terpenuhi.

4.1.2 Uji Multikolinieritas

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengidentifikasi ada tidaknya hubungan antar variabel independen dalam model regresi. Apabila beberapa atau semua variabel independen berkorelasi kuat, berarti ada multikolinieritas dalam model persamaan regresi yang digunakan. Hal ini menyebabkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarahkan pada kesimpulan yang menerima hipotesis nol (Gujarati, 1995 dikutip dari Hidayat, 2004).

Uji ini dilakukan dengan cara melihat pada kolom (r^2) Autokorelasi (AC), yang diuji dengan metode *Correlogram Q-Statistic*, dimana nilai

pada kolom tersebut (kolom AC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-) (Dielman (1991) dalam Tarjo (2003)).

Dalam penelitian ini telah dilakukan uji multikolinearitas yang dapat dilihat pada tabel yang terlampir, dimana hasilnya menunjukkan pada tahun 2001 sampai 2004 nilai pada kolom AC (*Autocorrelation*) pada masing-masing tahun tersebut kurang dari 0,5, artinya bahwa selama tahun penelitian tersebut tidak terdapat hubungan yang erat antar variabel-variabel independen, dengan demikian berdasarkan pendeteksian dengan menggunakan metode *Correlogram Q-Statistik*, tidak terjadi multikolinearitas dalam model penelitian, hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya.

4.1.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah hubungan antara kesalahan – kesalahan yang muncul pada data runtut waktu (*time series*), apabila terjadi gejala autokorelasi, maka koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati, 1995 dalam Hidayat, 2004).

Uji autokorelasi dilakukan dengan cara melihat pada kolom *Partial Autokorelasi (PAC)*, yang diuji dengan metode *Correlogram Q-Statistik*, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom PAC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-) (Dielman (1991) dalam Tarjo (2003)).

Dalam penelitian ini telah dilakukan uji autokorelasi yang dapat dilihat pada data yang terlampir, dimana hasilnya menunjukkan pada tahun 2001 sampai 2004, nilai pada kolom PAC (*Partial Correlation*) di

masing-masing tahun tersebut kurang dari 0,5, artinya bahwa selama tahun penelitian tersebut tidak terdapat hubungan kesalahan pada data yang digunakan, dengan demikian berdasarkan pendeteksian dengan menggunakan metode *Correlogram Q-Statistik*, tidak terjadi autokorelasi dalam model penelitian, hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya.

4.1.4 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan situasi tidak konstannya varian, yaitu variabel pengganggu (ϵ) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama (Gujarati, 1995 dalam Hidayat, 2004)

4.2 Tabel White Heteroskedasticity Test

Tahun	Obs*R-squared	Probability
2001	27,2002	0,1297
2002	29,9895	0,0700
2003	14,8163	0,1389
2004	16,9120	0,0763

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan metode *White Heteroskedasticity Test (cross term)*. Untuk mendeteksi dapat dilihat dengan membandingkan R^2 Obs terhadap nilai Table (χ^2) *Chi-square* sesuai dengan nilai *degree of freedom* (df) yang besarnya berdasarkan jumlah variabel regresornya tidak termasuk konstanta. Dimana R^2 Obs harus lebih kecil dari nilai Table (χ^2) *Chi-square* atau dengan cara lain adalah dengan melihat nilai probabilitas dari *Obs*R-squared*, dikatakan

bebas heteroskedastisitas bila nilai probabilitas tersebut lebih dari 0,05. Setelah melakukan uji heteroskedastisitas yang dapat dilihat pada tabel diatas pada semua tahun penelitian, menunjukkan bahwa nilai probabilitas *Obs*R-squared* pada semua tahun penelitian adalah diatas atau lebih dari 0,05, artinya terdapat konsistensi varian di setiap observasi yang dilakukan.

Dengan demikian berdasarkan pendeteksian dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity Test (cross term)* tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model penelitian, hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya.

4.2 Analisis Regresi Linier Berganda

Setelah dilakukannya uji asumsi klasik, maka dilanjutkan pada pengujian dan penjelasan yang berfokus pada variabel independen, yaitu dengan Uji Statistic seperti, Uji F (ANOVA), Uji t (Parsial), Koefisien Determinasi (*R-squared Adjusted*) dan Coefficient (model regresi).

4.2.1 Uji F (Uji ANOVA)

Uji F yaitu pengujian yang dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen (variabel bebas) yang digunakan dalam model regresi secara bersama-sama dapat mempengaruhi variabel dependen (variabel terikat). Uji F dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel aliran kas, kepemilikan manajer, kesempatan investasi, sales dan interaction effect secara bersama-sama mempengaruhi pembelanjaan

modal. Cara yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai F hitung dengan F tabelnya dengan tingkat signifikansi yang ditentukan (α) sebesar 5% (0.05), dasar pengambilan keputusannya adalah, bila F hitung > F table maka H_0 ditolak dan sebaliknya, atau dengan menggunakan nilai probabilitas, maka nilai probabilitas < nilai alpha maka H_0 ditolak dan sebaliknya, nilai F tablenya adalah F (alpha, V_1 V_2), V_1 (kolom) = jmlh variabel bebas, V_2 (baris) = $n-k-1$, maka nilai F table adalah 2.743

4.3 Tabel Uji F

Tahun	F-hitung	F-tabel	Probability
2001	167.98	2.743	0.0000
2002	21.2	2.743	0.0000
2003	135.16	2.743	0.0000
2004	351.38	2.743	0.0000

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa nilai F hitung pada masing-masing tahun lebih besar dari nilai F tabel, dimana nilai probabilitas pada setiap tahunnya menunjukkan tingkat signifikansi 0,0000 jauh lebih kecil dari 0,05, maka model regresi bisa dipakai untuk memprediksi pembelanjaan modal, atau dengan kata lain variabel aliran kas, kepemilikan manajer, kesempatan investasi, sales dan interaction effect secara bersama-sama berpengaruh terhadap pembelanjaan modal.

1. Persamaan yang terjadi pada tahun 2001 adalah:

$$Y = -104538 - 0,9229 \text{ Flow} + 0,0726 \text{ Interact} + 267476 \text{ IOP}$$

Persamaan tersebut berarti :

- a. Konstanta sebesar -104538 menyatakan bahwa jika tidak ada aliran kas internal, interaction effect dan kesempatan investasi, maka

pembelanjaan modal (Capex) adalah Rp -104538 juta.

- b. Koefisien regresi aliran kas internal (Flow) sebesar - 0,92 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 aliran kas internal akan menurunkan pembelanjaan modal sebesar Rp 0,92 juta
 - c. Koefisien regresi interaksi (Interaction effect) sebesar 0,07 menyatakan bahwa setiap penambahan 1 % interaction effect (interaksi) akan menambah pembelanjaan modal sebesar 0,07 %
 - d. Koefisien regresi kesempatan investasi (IOP) sebesar 267476 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 kesempatan investasi akan menambah pembelanjaan modal sebesar Rp 267476
2. Persamaan yang terjadi pada tahun 2002 adalah:

$$Y = -25291 - 226051 \text{ IOP} + 0,0409 \text{ Sales}$$

Persamaan tersebut berarti:

- a. Kostanta sebesar -25291 menyatakan bahwa jika tidak ada IOP dan Sales , maka pembelanjaan modal adalah Rp -25291 juta.
 - b. Koefisien regresi IOP sebesar - 226052 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp1 kesempatan investasi akan menurunkan pembelanjaan modal sebesar Rp 226052
 - c. Koefisien regresi Sales sebesar 0,04 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 sales akan meningkatkan pembelanjaan modal sebesar Rp 0,04 juta
3. Persamaan yang terjadi pada tahun 2003 adalah:

$$Y = - 2225 - 0,829119 \text{ Flow} + 0,057219 \text{ Sales}$$

Persamaan tersebut berarti:

- a. Kostanta sebesar – 2225 menyatakan bahwa jika tidak ada aliran kas internal dan sales, maka pembelanjaan modal adalah sebesar Rp -225 juta
 - b. Koefisien regresi aliran kas internal (Flow) sebesar –0,83 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 aliran kas internal akan menurunkan pembelanjaan modal sebesar Rp 0,83 juta.
 - c. Koefisien regresi Sales sebesar 0,058 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 sales akan meningkatkan pembelanjaan modal sebesar Rp 0,058 juta.
4. Persamaan yang terjadi pada tahun 2004 adalah:

$$Y = - 18744 - 0,777011 \text{ Flow} + 0,035966 \text{ Sales}$$

Persamaan tersebut berarti:

- a. Kostanta sebesar – 18744 menyatakan bahwa jika tidak ada aliran kas internal dan sales, maka pembelanjaan modal sebesar Rp -18744 juta .
- b. Koefisien regresi aliran kas internal (Flow) sebesar –0,78 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 aliran kas internal akan, menurunkan pembelanjaan modal sebesar Rp 0,78 juta.
- c. Koefisien regresi Sales sebesar 0,04 menyatakan bahwa setiap penambahan Rp 1 sales akan meningkatkan pembelanjaan modal sebesar Rp0,04 juta

4.2.2 Uji t (Uji Parsial)

Pada bagian ini pembahasan akan difokuskan pada variabel – variabel independen yaitu aliran kas internal, kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, *sales* dan *interaction effect*, dilakukan uji statistik secara parsial (uji t) untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen, dasar pengambilan keputusannya adalah, bila $t_{hitung} > t_{table}$ maka H_0 ditolak dan sebaliknya atau dengan nilai probabilitas $<$ nilai alpha maka H_0 ditolak dan sebaliknya, nilai t_{table} nya adalah $t(\alpha/2, n-k) = 2,042$

Hasil dari Uji t akan membuktikan hipotesis yang diajukan serta akan memberikan suatu kesimpulan terhadap pola pembelanjaan modal yang digunakan perusahaan-perusahaan yang listed di BEJ pada tahun 2001 sampai 2004 yaitu antara *pecking order hypothesis* dan *manajerial hypothesis*, tetapi sebelumnya penulis akan menjabarkan hasil uji t pada variabel kontrol *sales*.

4.4 Tabel Pengujian Variabel Kontrol (Sales)

	2001	2002	2003	2004
R-square	0,586	0,925	0,186	0,652
Sig.F	0,000	0,000	0,015	0,000
B0	-3290,2	-45524,9	-130419,8	-31645,2
B1	0,031	0,076	0,020	0,082
Prob	0,000	0,000	0,015	0,000

Dari tabel diatas dapat disimpulkan bahwa sales mempunyai pengaruh yang signifikan cukup besar terhadap pembelanjaan modal pada tiap tahunnya, ini membuktikan sales dapat mengurangi tingkat bias minimum sehingga model regresi dapat menjadi lebih baik. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya dari Griner dan Gordon (1995).

Selanjutnya, menjelaskan hasil uji statistik pada *multiple regression*.

Tahun	2001		2002		2003		2004	
	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob
B0	-104537,6	0,0983	-25291,12	0,5456	-22249,99	0,4015	-18743,51	0,4513
B1	-0,9229	0,0002	0,0188	0,2056	-0,8291	0,0000	-0,7770	0,0000
B2	0,0726	0,0000	-0,0002	0,5441	-0,0003	0,3421	0,0012	0,1800
B3	55098,80	0,8791	34493,11	0,8561	7326,33	0,9687	-147494,00	0,1782
B4	267476,30	0,0071	-226051,60	0,0031	296,77	0,9852	13440,05	0,8100
B5	-0,0127	0,4615	0,0410	0,0301	0,0572	0,0000	0,0359	0,0000

4.5 Tabel Uji t

Keterangan:

B0:Konstanta B3:IO B2:Interaction Effect Sig:5%
 B1:Flow B4:IOP B5:Sales

Pada tahun 2001 menunjukkan bahwa variabel yang signifikan

mempengaruhi pembelanjaan modal adalah variabel aliran kas internal, *interaction effect* dan kesempatan investasi. Pada tahun tersebut aliran kas internal berpengaruh signifikan terhadap pembelanjaan modal dengan arah yang terbalik, dimana hal ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, jadi hubungan aliran kas internal dengan pembelanjaan modal pada tahun 2001 tidak mendukung pembuktian terhadap keberadaan atau existensi dari kedua hipotesis yang diajukan yaitu hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Lebih lanjut pengaruh aliran kas internal yang berarah negatif artinya semakin besar aliran kas internal yang dimiliki perusahaan maka semakin kecil pembelanjaan modal yang akan dilakukan oleh perusahaan, ini menunjukkan bahwa tingginya aliran kas internal yang dimiliki perusahaan tidak dioptimalkan untuk pendanaan investasi dimasa datang, sehingga pembelanjaan modal diambil dari alternatif sumber lain selain aliran kas internal.

Selanjutnya untuk variabel *interaction effect* memberikan pengaruh signifikan dengan arah yang positif, artinya pada tahun 2001 manajer tidak bertindak kearah *over investment* ketika memutuskan pembelanjaan modal yang akan dilakukan. Lalu pada variabel kesempatan investasi menunjukkan pengaruh signifikan dengan arah yang positif, dimana ini sesuai dengan yang diharapkan, artinya bahwa dalam memutuskan pembelanjaan modal yang akan dilakukan manajer menganalisis terlebih dulu kesempatan investasi yang ada agar pembelanjaan modal dapat berjalan optimal, dimana semakin besar kesempatan investasi maka semakin besar

pembelanjaan modal yang akan dilakukan.

Pada tahun 2002 variabel independen yang memiliki pengaruh terhadap pembelanjaan modal hanya kesempatan investasi dan sales. Tahun 2002 juga hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manjerial* karena aliran kas internal tidak signifikan, pada variabel kesempatan investasi memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah yang terbalik artinya semakin besar kesempatan investasi maka pembelanjaan modal akan semakin kecil, sehingga adanya kesempatan investasi yang tersedia tetap saja tidak mendukung dalam pengoptimalan pembelanjaan modal. Selanjutnya, variabel *sales* terbukti memiliki pengaruh terhadap pembelanjaan modal artinya bahwa faktor penjualan dapat mempengaruhi manajer dalam menentukan tingkat pembelanjaan modal yang akan dilakukan.

Lebih lanjut, pada tahun 2003 dan 2004 hasil uji t nya memiliki hasil yang sama, dalam hal tingkat signifikansi dan arah koefisien variabel yang berpengaruh terhadap pembelanjaan modal, maka yang terjadi pada kedua tahun ini adalah aliran kas internal kembali berpengaruh signifikan dengan arah yang terbalik sama seperti tahun 2001, artinya bahwa semakin besar aliran kas internal maka pembelanjaan modal akan semakin kecil, hal ini membuktikan bahwa hubungan yang terjadi antara aliran kas internal dengan pembelanjaan modal tidak mendukung keberadaan dari dua pendapat yang telah diajukan yaitu *pecking order* hipotesis dan *manajerial* hipotesis dimana, dua pendapat tersebut berisikan penjelasan yang lebih mendalam berkaitan dengan aliran kas internal yang dijadikan sumber dana dalam

pembelajaan modal perusahaan.Selanjutnya variabel sales berpengaruh signifikan terhadap pembelajaan modal, hal ini memberikan indikasi bahwa selain variabel utama terdapat variabel lain yang dapat memberikan pengaruh terhadap pembelajaan modal perusahaan.

4.2.3 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependent , dengan nilai kisaran antara 0 sampai 1, nilai koefisien determinasi ditunjukkan dengan nilai *Adjusted R Square*, semakin tinggi R kuadrat yang disesuaikan akan semakin baik bagi model regresi, karena variabel bebas bisa menjelaskan variabel tergantung lebih besar.

1. Pada tahun 2001 R adj nya sebesar 0,97, artinya variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 97 % sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.
2. Pada tahun 2002 R adj nya sebesar 0,80, artinya variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 80% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.
3. Pada tahun 2003 R adj nya sebesar 0,96 , artinya variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 96% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.
4. Pada tahun 2004 R adj nya sebesar 0,98 , artinya variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 98% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.

4.3 Analisis Variabel Independen

4.3.1 Aliran Kas Internal (Flow)

Pada tabel uji t diatas dapat dilihat bahwa aliran kas internal ternyata signifikan mempengaruhi pembelanjaan modal dengan arah yang terbalik pada tahun 2001, 2003 dan 2004 dengan level signifikansi 0,05, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis Ha1 ditolak. Artinya bahwa pada tahun 2001, 2003 dan 2004 terbukti secara empiris menyatakan bahwa aliran kas internal tidak menjadi dasar bagi penentuan keputusan pembelanjaan modal oleh manajer, dengan demikian dua argumen yang diajukan yaitu *peking order* hipotesis dan *manajerial* hipotesis tidak terdukung pada penelitian kali ini ,sehingga dapat dikatakan pada kurun waktu penelitian tahun 2001 sampai dengan tahun 2004 tidak terbukti berlakunya dua hipotesis tersebut di Indonesia. Jadi perusahaan – perusahaan non keuangan di Indonesia cenderung tidak menggunakan aliran kas internal sebagai sumber dari pembelanjaan modalnya.

Hal ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995), Sartono (2001) serta Hamidi (2003), mereka menyatakan bahwa aliran kas internal berpengaruh signifikan dengan arah yang positif, tetapi bila dilihat dari jumlah sampel pada penelitian kali ini memang berbeda dengan penelitian sebelumnya , dimana sampel yang dihasilkan kali ini adalah sampel kecil karena peneliti memfokuskan pada perusahaan – perusahaan yang selama empat tahun berturut – turut memiliki kepemilikan manajer, sehingga dapat dibandingkan dengan konsisten pada

tiap tahunnya.

Dapat dikatakan bahwa kebanyakan perusahaan yang menjadi sampel memiliki arus aliran kas yang defisit, artinya perputaran income perusahaan tidak memberikan keuntungan yang cukup signifikan selama beroperasi. Jadi aliran kas internal tidak dijadikan sumber pendanaan oleh perusahaan dalam pembelanjaan modal, maka dimungkinkan untuk mendanai pembelanjaan modal, perusahaan menggunakan alternatif pendanaan yang lain. Dilihat dari kurun waktu penelitian yaitu tahun 2001 sampai tahun 2004, perusahaan di Indonesia masih dalam pemulihan krisis moneter, maka wajar bila perusahaan tidak menggunakan aliran kas internalnya untuk mendanai investasi karena ada aspek keuangan lain seperti operasional perusahaan yang sangat membutuhkan dana untuk dapat melanjutkan kegiatan usaha perusahaan. Dimungkinkan hal ini menjadi penyebab arah koefisien aliran kas internal negatif.

4.3.2 Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*)

Tabel diatas menunjukkan bahwa untuk variabel kepemilikan manajerial (IO) nilai probabilitasnya pada setiap tahun tidak ada yang menunjukkan nilai signifikansi (nilai prob > 0,05) artinya bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap pembelanjaan modal perusahaan, maka H_{a2} ditolak, dilihat lebih lanjut bahwa nilai koefisien kepemilikan manajerial pada tahun 2001, 2002 dan 2003 positif sedangkan pada tahun 2004 negatif.

Hal ini menjelaskan bahwa hubungan pembelanjaan modal dengan

kepemilikan manajerial relatif kurang kuat karena secara statistik tidak ada yang signifikan, dengan demikian hal ini mengindikasikan tidak berlakunya hipotesis manajerial di Indonesia pada kurun waktu empat tahun.

Ini menimbulkan suatu kesimpulan bahwa manajer memiliki kecenderungan dalam menentukan tingkat pembelanjaan modal adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham secara keseluruhan tanpa mempertimbangkan kepemilikan manajerial atas saham perusahaan. Jadi dapat dikatakan bahwa keputusan atau pendanaan dalam pembelanjaan modal tidak akan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, hal ini sesuai dengan apa yang diprediksi oleh hipotesis *pecking order* serta konsisten dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian Myers dan Majluf (1984) dalam Hamidi (2003), yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap pembelanjaan modal perusahaan.

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 pembelanjaan modal. Hal ini menguatkan indikasi tidak berlakunya hipotesis *manajerial* di Indonesia.

4.3.3 Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity*)

Dari hasil uji t menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh signifikan dengan arah yang positif hanya pada tahun 2001 saja sedangkan pada tahun 2002 sampai 2004 tidak berpengaruh seperti yang diharapkan, jadi H_{a3} ditolak, artinya bahwa semakin besar kesempatan investasi yang

menguntungkan maka pembelanjaan modal yang dikeluarkan akan semakin sedikit. Maka walaupun terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan tetapi manajer tidak mengoptimalkan kesempatan tersebut atau menunda investasi, karena pendanaan (*financing*) atau pembelanjaan modal yang akan dikeluarkan dari aliran kas internal tidak mendukung kesempatan investasi yang tersedia. Hal ini menguatkan kesimpulan bahwa hipotesis *pecking order* tidak berlaku pada perusahaan di Indonesia pada tahun 2001 sampai 2004. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Barclay, et al (1999) dalam Hamidi (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan akan membutuhkan lebih banyak dana jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan..

4.3 4 Variabel Kontrol Sales

Dari hasil statistik diatas diperoleh bahwa *sales* signifikan berpengaruh pada tahun 2002, 2003 dan 2004 tetapi pada tahun 2001 tidak signifikan, dari tiga tahun tersebut dapat dikatakan bahwa sales berpengaruh terhadap keputusan pembelanjaan modal perusahaan artinya bahwa selain variabel utama (aliran kas internal, kepemilikan manajerial dan kesempatan investasi) yang diteliti ternyata masih ada variabel lain yang berpengaruh signifikan terhadap pembelanjaan modal yang perlu diperhatikan, sehingga dapat menjadi pertimbangan alternatif bagi para manajer dalam menentukan pembelanjaan modal. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995).

4.3 5 Variabel Kontrol Interaksi (*Interaction Effect*)

Dari hasil uji t diatas menunjukkan bahwa variabel *interaction effect* hanya berpengaruh signifikan pada tahun 2001 dengan arah yang positif dan pada tahun 2002,2003 dan 2004 tidak signifikan, artinya bahwa semakin besar aliran kas internal yang tersedia maka kepemilikan manajer akan semakin besar, jadi hal ini tidak menunjukkan manajer untuk melakukan *over investment* karena manajer memiliki porsi saham yang cukup kuat, maka manajer tidak akan membuat kesalahan dalam memutuskan pembelanjaan modal yang akan dikeluarkan karena manajer juga akan menanggung resiko dari keputusan yang di buatnya. Hal ini mendukung variabel kepemilikan manajer yang juga tidak memiliki pengaruh terhadap pembelanjaan modal, artinya bahwa para pemegang saham saat ini tidak perlu memberian kepemilikan manajer pada pihak manajemen dalam rangka mengurangi konflik keagenan pada saat pengambilan keputusan pembelanjaan modal (*financing*).

BAB V

PENUTUP

Pada bab terakhir ini akan diisi dengan kesimpulan akhir mengenai hasil penelitian yang telah dilakukan, yang berdasarkan pada hasil uji statistik, selanjutnya akan disampaikan keterbatasan dan saran guna menyempurnakan penelitian selanjutnya.

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini membuktikan secara empiris pengaruh aliran kas internal, kepemilikan manajer, kesempatan investasi dan *interaction effect* terhadap pembelanjaan modal dan variabel kontrol sales yang dapat mempengaruhi kebijakan pembelanjaan modal perusahaan. Penelitian ini hanya membatasi perusahaan-perusahaan yang listing di BEJ pada rentang waktu antara tahun 2001-2004.

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang dikemukakan pada bab terdahulu, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pengujian variabel aliran kas internal menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pembelanjaan modal pada tahun 2001, 2003 dan 2004 dengan arah koefisien yang negatif atau terbalik, maka H_0 ditolak. Dari hasil penelitian tersebut, artinya semakin besar aliran kas internal yang dimiliki perusahaan maka akan semakin kecil pembelanjaan modal yang akan dilakukan, ini menandakan bahwa aliran kas internal tidak dijadikan dasar pertimbangan oleh manajer dalam menentukan tingkat pembelanjaan modal karena pengaruh aliran kas internal ternyata tidak mendukung

dalam pengomptimalan aktivitas pembelanjaan modal, maka dimungkinkan pembelanjaan modal diambil dari sumber pendanaan lain selain aliran kas internal, atau rencana investasi yang ditunda. Lebih lanjut, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan – perusahaan di Indonesia pada tahun 2001 sampai dengan 2004 tidak mengikuti pola yang diajukan yaitu hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial* dalam melihat pengaruh aliran kas internal terhadap pembelanjaan modal perusahaan. Artinya secara tidak langsung menandakan bahwa hipotesis *pecking order* dan hipotesis *manajerial* tidak berlaku di Indonesia pada perusahaan manufaktur yang perusahaannya sengaja menetapkan tingkat kepemilikan manajer pada setiap tahunnya. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995) yang menyatakan bahwa aliran kas internal berpengaruh signifikan dengan arah yang positif dan berlakunya hipotesis *pecking order*. Perbedaan hasil ini menurut penulis lebih disebabkan pada sampel yang memang berbeda serta pada kondisi ekonomi suatu negara yang cukup berbeda sehingga mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan di negara tersebut, dimana pada tahun penelitian ini dapat dikatakan kondisi ekonomi perusahaan di Indonesia masih dalam pemulihan akibat krisis moneter.

2. Dari hasil uji t, menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memberikan pengaruh terhadap keputusan pembelanjaan modal selama empat tahun, maka H_{a2} ditolak, hal ini terlihat bahwa tidak satupun kepemilikan manajer signifikan pada tahun yang telah ditentukan tersebut,

artinya bahwa dari tahun 2001 sampai 2004 tidak terdapat indikasi berlakunya hipotesis *manajerial*, artinya bahwa para pemegang saham tidak perlu memberikan kepemilikan manajer pada pihak manajemen dalam rangka mengurangi *agency conflict* pada saat pengambilan keputusan pembelanjaan modal. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya, yang menyatakan bahwa kepemilikan manajer tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan pembelanjaan modal perusahaan. Indikasi ini mendukung tidak terjadinya hipotesis *manajerial* di Indonesia.

3. Variabel kesempatan investasi berpengaruh signifikan hanya pada tahun 2001 dan 2002, tetapi dengan arah yang berbeda – beda, pada tahun 2001 berarah positif, hal ini sesuai dengan yang diharapkan, artinya pada tahun tersebut kesempatan investasi dijadikan bahan pertimbangan dalam melakukan pembelanjaan modal sehingga pembelanjaan modal tepat sesuai dengan kebutuhan investasi, dan hal ini sesuai dengan apa yang diharapkan terjadi pada hipotesis *pecking order*, sedangkan pada tahun 2002 kesempatan investasi signifikan dengan arah yang terbalik artinya, semakin besar kesempatan investasi yang ada maka semakin kecil pembelanjaan modal, jadi walaupun terdapat banyak peluang kesempatan investasi yang menguntungkan tetapi tidak dapat dilakukan oleh perusahaan karena aktivitas pembelanjaan modal tidak mendukung kegiatan investasi tersebut. Secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa variabel kesempatan investasi tidak memiliki pengaruh terhadap pembelanjaan modal, sehingga H_{a3} ditolak, Hal ini menguatkan bukti

bahwa hipotesis *pecking order* tidak terjadi.

4. Variabel *sales* ternyata memiliki pengaruh signifikan terhadap pembelanjaan modal pada tahun 2001, 2003 dan 2004, artinya pada tahun tersebut manajer menggunakan pertimbangan dari sales dalam memutuskan pembelanjaan modal perusahaan, hal ini mengindikasikan bahwa ada variabel lain selain variabel utama yang dapat mempengaruhi pembelanjaan modal, yang nantinya diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat dianalisa lebih jauh hubungannya.
5. Variabel *interaction effect* hanya berpengaruh signifikan pada tahun 2001 saja, dengan arah yang positif dan tahun 2002, 2003 dan 2004 tidak signifikan berpengaruh artinya tidak terjadi kecendrungan terhadap manajer untuk melakukan *over investment* dalam pembelanjaan modal, dilihat dari keseluruhan selama empat tahun variabel *interaction effect* tidak memberikan pengaruh terhadap pembelanjaan modal seperti yang diprediksikan pada hipotesis manajerial, hal ini sejalan dengan hasil keputusan dari variabel kepemilikan manajer yang tidak berpengaruh terhadap pembelanjaan modal, sehingga memang tidak diperlukan insentif kepada manajer berupa kepemilikan manajer karena manajer tidak terbukti melakukan *over investment* dalam pembelanjaan modal perusahaan.
6. Hasil akhirnya adalah, penelitian ini membuktikan bahwa aliran kas tidak menjadi dasar dalam mempertimbangkan pembelanjaan modal yang akan dikeluarkan untuk mendanai rencana investasi, oleh karena itu, hal ini menandakan bahwa perusahaan – perusahaan di Indonesia pada kurun

waktu 2001 sampai 2004 tidak mengikuti pola hipotesis *pecking order* maupun hipotesis *manajerial*, dimana dua argumen tersebut dinyatakan oleh penelitian dari Myers dan Majluf pada tahun 1984. Lebih lanjut, keadaan ini juga didukung dengan tidak terbuktinya dua variabel utama yaitu kepemilikan manajer dan kesempatan investasi dalam mempengaruhi keputusan pembelanjaan modal perusahaan, serta variabel interaksi yang tujuannya adalah untuk membuktikan manajer melakukan *over investment* juga tidak terpenuhi, lalu hanya variabel sales yang terbukti berpengaruh terhadap pembelanjaan modal, dan sales memang tepat untuk mengurangi tingkat bias minimum atas hubungan variabel aliran kas dan kepemilikan manajer terhadap pembelanjaan modal, maka kesimpulannya adalah aliran kas internal tidak berpengaruh terhadap keputusan pembelanjaan modal sehingga pembelanjaan modal dapat diambil dari sumber pendanaan yang lain serta tidak terbukti adanya perilaku *over investment* pada tubuh manajemen perusahaan saat melakukan pembelanjaan modal sehingga tidak diperlukan kepemilikan manajer dalam perusahaan serta kesempatan investasi yang menguntungkan tidak selamanya dapat terlaksana karena harus melihat aspek pendanaan (*financing*) yang dimiliki dan mampu dicapai oleh kondisi keuangan perusahaan itu sendiri dan terakhir perlunya perhatian lebih pada penelitian selanjutnya untuk meneliti hubungan yang terjadi antara sales dengan pembelanjaan modal, sehingga dapat melengkapi deretan variabel – variabel dari faktor – faktor yang mempengaruhi pembelanjaan modal.

5.2 Keterbatasan

Kendala atau keterbatasan pada penelitian ini adalah :

1. Tidak adanya penambahan variabel indepen sehingga penulis belum dapat mengungkap penjelasan lebih jauh mengenai konflik keagenan khususnya tentang pengaruh direktur dan komisaris yang pada penelitian ini tidak memiliki pengaruh terhadap pembelanjaan modal.
2. Jumlah sampel yang sangat terbatas yaitu hanya pada perusahaan manufaktur saja dan harus memiliki kepemilikan manajerial selama empat tahun berturut – turut sehingga jumlah sampel pada penelitian ini tidak lebih dari 30 sampel yang dirasa masih sangat kurang, dan rentan untuk terkena normalitas.
3. Kurun waktu penelitian masih dirasa kurang, karena kurun waktu empat tahun ternyata tidak dapat secara tegas untuk membuktikan berlakunya kedua hipotesis yang ada di Indonesia.

5.3 Saran

Saran yang dapat disampaikan oleh penulis adalah :

1. Ditambahnya variabel utama lain salah satunya *sales* yang diduga dapat mempengaruhi pembelanjaan modal agar dapat melengkapi penelitian selanjutnya mengenai stuktur modal perusahaan di Indonesia, serta dapat mengungkap penjelasan tentang mengapa direktur dan komisaris tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembelanjaan modal.
2. Berkaitan dengan jumlah sampel yang digunakan, penulis berharap penelitian selanjutnya tidak hanya dilakukan pada perusahaan manufaktur

saja tetapi dapat diperluas kepada jenis perusahaan lain yang terdaftar di BEJ seperti perusahaan jasa dan keuangan sehingga sampel yang digunakan dapat mencapai sampel besar.

3. Ditambahnya kurun waktu penelitian yang lebih panjang agar dapat melihat hasil penelitian dengan lebih luas sehingga kesimpulan yang dicapai dapat lebih lengkap.



DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zainal, (2005), "Teori Keuangan dan Pasar Modal", Ekonisia – FE UII, Yogyakarta
- Bukhori, I, (2005), "Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Utang", Utilitas, Vol 13
- Brigham, E, F, et al (1999), "Intermediate Financial Management", sixth edition (The Dryden press)
- Chariri, Anis, (2003) "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan", Universitas Diponegoro, Semarang
- Djakman C, Halomoan G, (2001), "Pengujian Pecking Order Hypothesis pada Emiten di Bursa Efek Jakarta 1994 dan 1995", Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol 4
- Griner, E H, and Gordon, L.A (1995), "Internal Cash Flow, Insider Ownership and Capital Expenditure: A Test of the Pecking Order and Managerial Hypotheses", Journal of Business Finance and Accounting, Vol.22, No 2 (March)
- Hamidi, M, (2003), "Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Opportunity dan Capital Expenditure: Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Managerial", Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol 18
- Hidayat, (2004) "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap kebijakan hutang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Eefek Jakarta "(Periode 1999-2002)", Skripsi, UII, Yogyakarta
- Martono dan Harjinto, (2001), "Manajemen Keuangan", Ekonisia – FE UII, Yogyakarta
- Riyanto, Bambang, (1996), "Dasar Dasar Pembelian Perusahaan", BPFE, Yogyakarta.
- Sartono, A, (2001), "Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Perusahaan Terhadap Pembelian Modal: Managerial Hypothesis atau Pecking Order Hypothesis?", Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol 16,
- Susila, (2004) "EKUIVALENSI PENDEKATAN CAPITAL CASH FLOW DAN FREE CASH FLOW DALAM MENILAI RISKY CASH FLOW", Jurnal Akuntansi Dan Keuangan, Vol 3,
- Tandelilin, E (2001), "Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio", Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta.

Tarjo,(2002) “*Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan utang pada Perusahaan Mumpublik di Indonesia*”, Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta

Wahidahwati,(2002),” *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan:Sebuah Perspektif Theory Agency*”, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol 5

Yusuf M, Firdauz E,(2005),” *Analisis Hubungan antara Berbagai Model Gabungan Proksi Invesment Opportunity Set dan Real Growth dengn Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis*”, Jurnal Akuntansi dan Investasi, Vol 6



LAMPIRAN



No	NAMA PERUSAHAAN
1	PT. CAHAYA KALBAR Tbk.
2	PT. SEKAR LAUT Tbk.
3	PT. SIANTAR TOP Tbk.
4	PT. GUDANG GARAM Tbk.
5	PT. ARGO PANTES Tbk.
6	PT. PANASIA INDOSYNTEC Tbk.
7	PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURER Tbk.
8	PT. KEDAUNG INDAH CAN Tbk.
9	PT. SURYA INTRINDO MAKMUR Tbk.
10	PT. ETERINDO WAHANATAMA Tbk.
11	PT. LAUTAN LUAS Tbk.
12	PT. ASIAPLAST INDUSTRIES Tbk.
13	PT. BETONJAYA MANUNGGAL Tbk.
14	PT. JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED Tbk.
15	PT. LION MESH PRIMA Tbk.
16	PT. INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI Tbk.
17	PT. BRANTA MULIA Tbk.
18	PT. NIPRESS Tbk.
19	PT. PRIMA ALLOY STEEL Tbk.
20	PT. INTER DELTA Tbk.
21	PT. PERDANA BANGUN PUSAKA Tbk.
22	PT. KARWELL INDONESIA Tbk.
23	PT. BARITO PACIFIC TIMBER Tbk.
24	PT. LION METAL WORKS Tbk.
25	PT. ANEKA KIMIA RAYA Tbk.
26	PT. BUDI ACID JAYA Tbk.
27	PT. BERLINA Tbk.
28	PT. LANGGENG MAKMUR PLASTIK INDUSTRY Tbk.
29	PT. LAPINDO INTERNATIONAL Tbk.
30	PT. JAYA PARI STEEL Tbk.
31	PT. HANSON INDUSTRI Tbk.

Data Sebelum Diolah

Data Total fixe asset

No	Nama perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	171366	177091	181227	159484	178634
2	Gudang garam	1626388	2191965	3800069	4936413	6927897
3	Budi acid	515372	552646	547363	551238	562843
4	Berlina	45453	71146	121031	160006	173017
5	Langgeng makmur	279618	263760	247250	233866	216846
6	Jaya pari steel	49143	34586	30720	28776	25731
7	Lion metel	17871	16570	15869	15420	18225
8	Kedaung indah	72697	70431	88517	79685	81477
9	Nipress	37687	49242	46440	116048	113900
10	Perdana bangun	32897	31703	31372	29578	28246
11	Argo pantes	1580872	1488187	1391670	1319	1244332
12	Karwell	136187	11688	112119	40812	41424
13	Barito	497627	462804	413074	408505	371698
14	Aneka Kimia	111054	104261	157859	682417	767100
15	Lapindo	3902	13227	13640	17739	18885
16	Sekar laut	54652	47198	42681	38551	34810
17	Siantar top	172995	235587	244297	268915	250677
18	Panasia indosyntex	1567217	1544786	1417526	1293913	667611
19	Sunson textile	485563	478887	485540	558492	539372
20	Surya intrindo	74124	87647	64238	70808	66580
21	Eterindo wahanatama	1918629	2279817	2089279	346	1132
22	Lauran luas	144311	182757	282651	379413	442133
23	Asia plast	176350	179734	234438	226024	218833
24	Benton jaya manunggal	21123	190656	181567	16653	15406
25	Jakarta kyoci steel	97309	99246	91222	87935	48871
26	Lion prima	15262	14670	13767	12653	11749
27	Intikeramik alamsri	646225	605640	562615	524203	482303
28	Branta mulia	1037155	998969	905976	848545	814269
29	Prima alloy steel	60353	111936	105937	108124	110451
30	Interdelta	5116	5666	4473	3687	3662

Data All Current Asset that do not Pay Interest

No	Nama perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	107425	119792	116560	134046	97511
2	Gudang garam	9130444	11123218	11491018	11923663	13409458
3	Budi acid	411213	400848	358461	348438	346062
4	Bertina	97405	115768	113404	86847	211986
5	Langgeng makmur	106106	108359	136987	153395	170414
6	Jaya pari steel	13875	37215	82532	49290	219185
7	Lion metel	76532	73122	81852	92950	115834
8	Kedaung indah	70974	75977	72964	71277	71359
9	Nipress	44191	46893	48563	46984	65441
10	Perdana bangun	26239	28788	28110	27545	35672
11	Argo pantes	503628	623526	482600	403858	447671
12	Karwell	453202	249003	266542	192866	282555
13	Barito	747957	815337	1152767	516804	482297
14	Aneka Kimia	670617	419927	372935	763242	803424
15	Lapindo	6379	15217	17154	20313	25324
16	Sekar laut	58396	54155	51744	48111	53743
17	Siantar top	141257	160280	216809	234641	218307
18	Panasia indosyntex	707508	669615	586168	565844	357507
19	Sunson textile	300563	334286	312854	348645	379301
20	Surya intrindo	128723	165328	134218	98521	68741
21	Eterindo wahanatama	585312	653826	623236	2772	86433
22	Lauran luas	463083	493892	482272	704231	829377
23	Asia plast	37273	44352	46847	64436	89926
24	Benton jaya manunggal	4364	13269	6524	6588	13057
25	Jakarta kyoei steel	90296	156355	254119	117430	117632
26	Liom mesh prima	21726	23424	20398	20831	30293
27	Intikeramik alamsri	265099	260771	245016	212714	264229
28	Branta mulia	821663	786341	717470	663683	885767
29	Prima alloy steel	276623	273277	174136	246461	317759
30	Interdelta	48559	32584	27826	27569	26806
31	Hanson	164671	150485	97599	115875	212907

Data All Liabilities that do not Charge Interest

No	Nama perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	7293	1420	2911	9762	12876
2	Gudang garam	1830372	1996070	2498679	2462357	2645727
3	Budi acid	98410	37231	94172	549079	635189
4	Berlina	22115	35800	24332	29543	40185
5	Langgeng makmur	65533	454230	449751	486498	502381
6	Jaya pari steel	25184	15596	53243	28013	9610
7	Lion metel	10940	10604	11419	13484	18790
8	Kedaung indah	20260	21230	21241	27839	31434
9	Nipress	4357	3498	11400	17833	41506
10	Perdana bangun	3261	1910	5908	749	652
11	Argo pantes	624530	680509	1417648	1382361	1395984
12	Karwell	186932	135523	174596	117919	201651
13	Barito	3510545	4516132	1962905	1071491	1169040
14	Aneka Kimia	1546007	144029	135135	324029	268791
15	Lapindo	966	1802	4359	7579	4156
16	Sekar laut	405609	468779	167874	161996	184064
17	Siantar top	65721	108991	134694	85560	90296
18	Panasia indosyntex	531513	489741	272290	288918	337071
19	Sunson textile	48591	47060	47841	48115	23259
20	Surya intrindo	45609	43272	47891	37646	12975
21	Eterindo wahanatama	1003909	1314446	397708	454	32783
22	Lauran luas	122302	135984	160981	203274	511269
23	Asia plast	18025	19974	26758	37818	36189
24	Benton jaya manunggal	13761	12985	3249	1307	5014
25	Jakarta kyoei steel	301322	432763	178865	116688	70899
26	Liom mesh prima	5444	5464	5176	8291	13623
27	Intikeramik alamsri	154965	71969	85748	110523	189402
28	Branta mulia	246301	117645	170798	153276	199643
29	Prima alloy steel	78378	101325	51664	123687	190544
30	Interdelta	40718	46048	104384	44554	62555
31	Hanson	73732	72182	174546	201974	298665

DATA NOWC

No	Nama perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	100132	118372	113649	124284	84635
2	Gudang garam	7300072	9127148	8992339	9461306	10763731
3	Budi acid	312803	363617	264289	-200641	-289127
4	Berlina	75290	79968	89072	57304	171801
5	Langgeng makmur	40573	-345871	-312764	-333103	-331967
6	Jaya pari steel	-11309	21619	29289	21277	209575
7	Lion metel	65592	62518	70433	79466	97044
8	Kedaung indah	50714	54747	51723	43438	39925
9	Nipress	39834	43395	37163	29151	23935
10	Perdana bangun	22978	26878	22202	26796	35020
11	Argo pantes	-120902	-56983	-935048	-978503	-948313
12	Karwell	266270	113480	91946	74947	80904
13	Barito	-2762588	-3700795	-810138	-554687	-686743
14	Aneka Kimia	-875390	275898	237800	439213	534633
15	Lapindo	5413	13415	12795	12734	21168
16	Sekar laut	-347213	-414624	-116130	-113885	-130321
17	Siantar top	75536	51289	82115	149081	128011
18	Panasia indosyntex	175995	179874	313878	276926	20436
19	Sunson textile	251972	287226	265013	300530	356042
20	Surya intrindo	83114	122056	86327	60875	55766
21	Eterindo wahanatama	-418597	-660620	225528	2318	53650
22	Lauran luas	340781	357908	321291	500957	318108
23	Asia plast	19248	24378	20089	26618	53737
24	Benton jaya manunggal	-9397	284	3275	5281	8043
25	Jakarta kyoei steel	-211026	-276408	75254	742	46733
26	Liom mesh prima	16282	17960	15222	12540	16670
27	Intikeramik alamsri	110134	188802	159268	102191	74827
28	Branta mulia	575362	668696	546672	510407	686124
29	Prima alloy steel	198245	171952	122472	122774	127215
30	Interdelta	7841	-13464	-76558	-16985	-35749
31	Hanson	90939	78303	-76947	-86099	-85758

DATA TOC

No	Nama perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	271498	295463	294876	283768	263269
2	Gudang garam	8926460	11319113	12792408	14397719	17691628
3	Budi acid	828175	916263	811652	350597	273716
4	Berlina	120743	151114	210103	217310	344818
5	Langgeng makmur	320191	-82111	-65514	-99237	-115121
6	Jaya pari steel	37834	56205	60009	50053	235306
7	Lion metal	83463	79088	86302	94886	115269
8	Kedaung indah	123411	125178	140240	123123	121402
9	Nipress	77521	92637	83603	145199	137835
10	Perdana bangun	55875	58581	53574	56374	63266
11	Argo pantes	1459970	1431204	456622	-977184	296019
12	Karwell	402457	125168	204065	115759	122328
13	Barito	-2264961	-3237991	-397064	-146182	-315045
14	Aneka Kimia	-764336	380159	395659	1121630	1301733
15	Lapindo	9315	26642	26435	30473	40053
16	Sekar laut	-292561	-367426	-73449	-75334	-95511
17	Siantar top	248531	286876	326412	417996	378688
18	Panasia indosyntex	1743212	1724660	1731404	1570839	688047
19	Sunson textile	737535	766113	750553	859022	895414
20	Surya intrindo	157238	209703	150565	131683	122346
21	Eterindo wahanatama	1500032	1619197	2314807	2664	54782
22	Lauran luas	485092	540665	603942	880370	760241
23	Asia plast	195598	204112	254527	252642	272570
24	Benton jaya manunggal	11726	190940	184842	21934	23449
25	Jakarta kyoei steel	-113717	-177162	166476	88677	95604
26	Liom mesh prima	31544	32630	28989	25193	28419
27	Intikeramik alamsri	756359	794442	721883	626394	557130
28	Branta mulia	1612517	1667665	1452648	1358952	1500393
29	Prima alloy steel	258598	283888	228409	230898	237666
30	Interdelta	12957	-7798	-72085	-13298	-32087
31	Hanson	618788	556633	371191	335272	33705

DATA NIOC

No	Nama perusahaan	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	23965	-587	-11108	-20499
2	Gudang garam	2392653	1473295	1605311	3293909
3	Budi acid	88088	-104611	-461055	-76881
4	Berlina	30371	58989	7207	127508
5	Langgeng makmur	-402302	16597	-33723	-15884
6	Jaya pari steel	18371	3804	-9956	185253
7	Lion metel	-4375	7214	8584	20383
8	Kedaung indah	1767	15062	-17117	-1721
9	Nipress	15116	-9034	61596	-7364
10	Perdana bangun	2706	-5007	2800	6892
11	Argo pantes	-28766	-974582	-1433806	1273203
12	Karwell	-277289	78897	-88306	6569
13	Barito	-973030	2840927	250882	-168863
14	Aneka Kimia	1144495	15500	725971	180103
15	Lapindo	17327	-207	4038	9580
16	Sekar laut	-74865	293977	-1885	-20177
17	Siantar top	38345	39536	91584	-39308
18	Panasia indosyntex	-18552	6744	-160565	-882792
19	Sunson textile	28578	-15560	108469	36392
20	Surya intrindo	52465	-59138	-18882	-9337
21	Eterindo wahanatama	119165	695610	-2312143	52118
22	Lauran luas	55573	63277	276428	-120129
23	Asia plast	8514	50415	-1885	19928
24	Benton jaya manunggal	179214	-6098	-162908	1515
25	Jakarta kyoei steel	-63445	343638	-77799	6927
26	Liom mesh prima	1086	-3641	-3796	3226
27	Intikeramik alamsri	38083	-72559	-95489	-69264
28	Branta mulia	55148	-215017	-93696	141441
29	Prima alloy steel	25290	-55479	2489	6768
30	Interdelta	-20755	-64287	58787	-18789
31	Hanson	-62155	-185442	-35919	-301567

DATA NOPAT

No	Nama perusahaan	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	-4803	9751	3175	-23200
2	Gudang garam	2087361	2086893	1838073	1790209
3	Budi acid	-16916	5977	4066	2522
4	Berlina	36265	29934	8245	16037
5	Langgeng makmur	-7000	-66725	-40153	-50779
6	Jaya pari steel	9946	15863	12025	62485
7	Lion metel	11729	11876	12263	23553
8	Kedaung indah	8693	-3142	-13066	-18159
9	Nipress	-3223	7972	2385	-2873
10	Perdana bangun	132	-6181	-961	-2803
11	Argo pantes	-171336	545813	14923	-233324
12	Karwell	-66239	-2056	-24135	448
13	Barito	-1508794	244469	229581	-154874
14	Aneka Kimia	1139879	47551	53353	76117
15	Lapindo	1136	1864	413	1141
16	Sekar laut	-77466	42134	10688	-42607
17	Siantar top	22268	30265	31182	28599
18	Panasia indosyntex	-41129	101837	-29276	-16566
19	Sunson textile	11085	22675	8618	-48554
20	Surya intrindo	4702	-7256	-35822	-10371
21	Eterindo wahanatama	-293899	-26485	-31086	-38362
22	Lauran luas	48975	-9451	7647	51916
23	Asia plast	4961	-11729	274	-7416
24	Benton jaya manunggal	1235	2374	52	2336
25	Jakarta kyoei steel	-51374	23516	38219	-41435
26	Lion prima	959	1479	1611	5505
27	Intikeramik alamsri	-34279	29221	-39454	1712
28	Branta mulia	71189	109640	73977	42421
29	Prima alloy steel	987	22883	11936	11986
30	Interdelta	4266	-19093	32958	200
31	Hanson	-103020	-77840	-17873	2765

DATA TOTAL AKTIVA (ASSET)

No	Nama perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004
1	Cahaya kalbar	286857	304291	300442	295249	290337
2	Gudang garam	10843195	13448124	15452703	17338899	20591389
3	Budi acid	985467	1002993	931900	927249	940868
4	Berlina	164391	211662	259311	266556	406984
5	Langgeng makmur	504421	525919	504312	501284	509105
6	Jaya pari steel	66994	94286	127431	130870	245437
7	Lion metel	104719	100099	108263	120626	146703
8	Kedaung indah	211192	216942	202955	177457	169918
9	Nipress	97847	110049	105088	171173	189086
10	Perdana bangun	66625	67291	63438	60786	66850
11	Argo pantes	2640790	2711531	2265174	2125970	1759150
12	Karwell	725625	500208	491824	412820	514999
13	Barito	6688783	6520276	6069088	3317768	3348386
14	Aneka Kimia	1045268	623789	614832	1559867	1690251
15	Lapindo	10516	32870	35313	38926	44659
16	Sekar laut	141074	127503	120639	111137	112336
17	Siantar top	340257	404060	470452	505507	470177
18	Panasia indosyntex	2365686	2300305	2010353	1863039	1113478
19	Sunson textile	787577	817268	811519	913734	923895
20	Surya intrindo	208206	258854	231274	174511	135321
21	Eterindo wahanatama	2853652	3261165	2928341	439997	489392
22	Lauran luas	700431	762821	902286	1228714	1424973
23	Asia plast	220377	233600	282217	293099	309088
24	Benton jaya manunggal	25488	32925	25123	23461	28780
25	Jakarta kyoei steel	310187	465927	538583	376676	309187
26	Lion prima	38160	39262	34853	34163	42748
27	Intikeramik alamsri	1010551	923679	812188	741492	751317
28	Branta mulia	1914397	1809573	1641446	1543441	1710352
29	Prima alloy steel	385946	528453	303102	368825	438201
30	Interdelta	75963	57165	40716	35136	33435
31	Hanson	744896	675815	656323	678357	713330

**Data Setelah Diolah
(Variabel Independent)**

No	Nama perusahaan	Tahun	Capexp	Sales	Flow	IO	IOP	Interact
1	Cahaya Kalbar	2001	5725	149108	-28768	0.05	0.6	-321831
2	Gudang Garam	2001	565577	17970450	-305292	0.02	0.1	-2616642
3	Budi Acid	2001	37274	823660	-105004	0.01	0.5	-4903053
4	Berlina	2001	25693	211670	5894	0.11	0.3	15417.7
5	Langgeng Makmur	2001	-15858	212864	395302	0.00	0.6	4.38E+008
6	Jaya Pari Steel	2001	-14557	94887	-8425	0.16	0.7	-39794.6
7	Lion Metal	2001	-1301	66834	16104	0.00	0.2	1526809
8	Kedaung Indah	2001	-2266	117678	6926	0.05	0.3	51827.91
9	Nipress	2001	11555	100583	-18339	0.12	0.4	-56963.7
10	Perdana Bangun	2001	-1194	50144	-2574	0.06	0.5	-22776.8
11	Argo Pantes	2001	-92685	1202077	-142570	0.02	0.6	-3616421
12	Karwell	2001	-124499	848306	211050	0.00	0.2	19805179
13	Barito	2001	-34823	1600691	-535764	0.08	0.1	-501376
14	Aneka Kimia Raya	2001	-6793	1455125	-4616	0.00	0.1	-106614
15	Lapindo	2001	9325	21086	-16191	0.00	0.4	-1278240
16	Sekar Laut	2001	-7454	175277	-2601	0.01	0.4	-83968.9
17	Siantar Top	2001	62592	518463	-16077	0.06	0.5	-130158
18	Panasia Indosyntex	2001	-22431	1309066	-22577	0.06	0.7	-258321
19	Sunson Textile	2001	-6676	588805	-17493	0.08	0.6	-133477
20	Surya Intrindo	2001	13523	215106	-47763	0.01	0.4	-1214589
21	Eterindo Wahanatama	2001	361188	1211278	-413064	0.00	0.7	-8.40E+007
22	Lautan Luas	2001	38446	1039517	-6598	0.04	0.2	-37346.1

23	Asia Plast	2001	3384	156877	-3553	0.08	0.8	-36972.4
24	Benton Jaya manunggal	2001	169533	18284	-177979	0.10	0.8	-153965.4
25	Jakarta Kyoel Steel	2001	1937	30476	12071	0.01	0.3	284722
26	Lion Mesh Prima	2001	-592	50627	-127	0.26	0.4	-197.26
27	Intikeramik Alamsri	2001	-40585	183861	-72362	0.07	0.6	-655438
28	Branta Mulia	2001	-38186	1334884	16041	0.19	0.5	46473.08
29	Prima Alloy Steel	2001	51583	179846	-24303	0.10	0.2	-39179.6
30	Interdelta	2001	550	102004	25021	0.05	0.1	36317.43
31	Hanson	2001	-49519	314677	-40865	0.55	0.7	-52650.6
32	Cahaya Kalbar	2002	4136	172968	10338	0.05	0.58	112668.5
33	Gudang Garam	2002	1608104	20939084	613598	0.02	0.16	5747866
34	Budi Acid	2002	-5283	771989	110588	0.01	0.55	544050.4
35	Berlina	2002	49885	225911	-29055	0.11	0.34	-92923.5
36	Langgeng Makmur	2002	-16510	223731	-83322	0.00	0.5	-1.00E+008
37	Jaya Pari Steel	2002	-3866	253037	12059	0.02	0.37	201067.4
38	Lion Metal	2002	-701	83535	4662	0.00	0.17	428738.6
39	Kedaung Indah	2002	18086	105784	-18204	0.05	0.32	-128478
40	Nipress	2002	-2802	123097	17006	0.12	0.45	61366.32
41	Perdana Bangun	2002	-331	53758	-1174	0.06	0.47	-9912.36
42	Argo Pantes	2002	-96517	1033464	1520395	0.02	0.55	3535797.3
43	Karwell	2002	100431	540637	-80953	0.00	0.02	-945785
44	Barito	2002	-49730	1840235	-2596458	0.03	0.07	-6629299
45	Aneka Kimia	2002	53598	1288511	32051	0.00	0.17	1164576
46	Lapindo	2002	413	24550	2071	0.00	0.4	185195
47	Sekar Laut	2002	-4517	158329	-251843	0.01	0.37	-7768762
48	Siantar Top	2002	8710	627774	-9271	0.06	0.58	-86074.1
49	Panasia Indosyntex	2002	-127260	1164127	95093	0.06	0.67	1102943

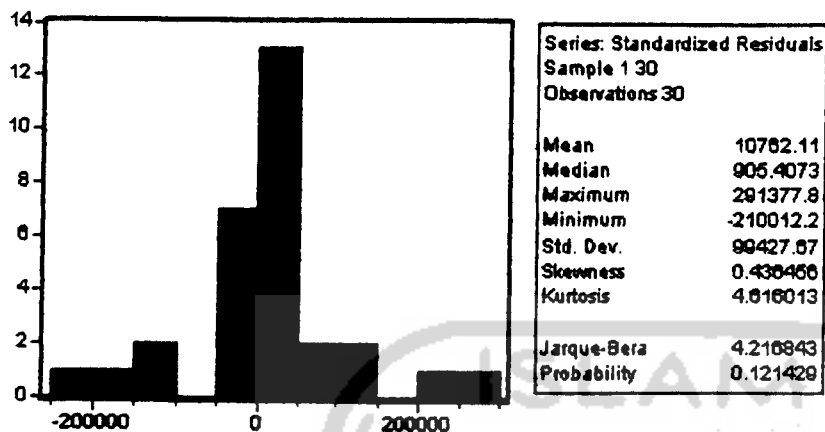
50	Sunson Textile	2002	6653	507144	38235	0.10	0.59	214805.5
51	Surya Intrindo	2002	-23409	136540	51882	0.01	0.34	1254789
52	Eterindo Wahanatama	2002	-190538	1324472	-722095	0.00	0.7	-1.70E+008
53	Lautan Luas	2002	99894	1113638	-72728	0.04	0.24	-478687
54	Asia Plast	2002	54704	177912	-62144	0.08	0.77	-620963
55	Benton Jaya Manunggal	2002	-9089	20443	8472	0.10	5.79	512088.6
56	Jakarta Kyoeci Steel	2002	-8024	189413	-320122	0.01	0.21	-5126949
57	Lion Mesh Prima	2002	-903	57462	5120	0.26	0.37	7420.7
58	Intikeramik Alamsri	2002	-43025	189071	101780	0.05	0.66	1252070
59	Branta Mulia	2002	-92993	1304368	324657	0.17	0.55	1035389
60	Prima Alloy Steel	2002	-5999	192471	78362	0.09	0.21	181602.9
61	Interdelta	2002	-1193	71685	45194	0.05	0.1	96540.42
62	Hanson	2002	-30192	247004	107602	0.55	0.71	138470.6
63	Cahaya Kalbar	2003	-21743	180498	14283	0.05	0.6	161339.4
64	Gudang Garam	2003	1136344	23137376	232762	0.02	0.25	3289651
65	Budi Acid	2003	3875	634118	465121	0.01	0.59	24392373
66	Berlina	2003	38975	214496	1038	0.11	0.47	4609.68
67	Langgeng Makmur	2003	-13384	244432	-6430	0.00	0.49	-7881121
68	Jaya Pari Steel	2003	-1944	247886	21981	0.02	0.24	240863.4
69	Lion Metal	2003	-449	87997	3679	0.00	0.15	299589.6
70	Kedaung Indah	2003	-8832	84274	4051	0.05	0.44	38408.85
71	Nipress	2003	69608	121839	-59211	0.12	0.44	-211018
72	Perdana Bangun	2003	-1794	57632	-3761	0.06	0.49	-33332
73	Argo Pantes	2003	1390351	1028794	1448729	0.02	0.61	37714630
74	Karwell	2003	-71307	525007	64171	0.00	0.23	7314393
75	Barito	2003	-4569	1871209	-21301	0.03	0.07	-52912

76	Aneka Kimia Raya	2003	524558	1844099	-672618	0.00	0.26	-3.70E+007
77	Lapindo	2003	4099	58574	-3625	0.00	0.39	-311154
78	Sekar laut	2003	-4130	151518	12573	0.01	0.35	370684.6
79	Siantar Top	2003	24618	701077	-60402	0.08	0.52	-383443
80	Panasia Indosyntex	2003	-123613	978309	131289	0.06	0.71	1598853
81	Sunson Textile	2003	72952	526184	-99851	0.10	0.6	-574441
82	Surya Intrindo	2003	6570	107831	-16940	0.01	0.28	-336086
83	Eterindo Wahanatama	2003	2088933	545435	2281057	0.00	0.71	5.61E+008
84	Lautan Luas	2003	96762	1258443	-268781	0.04	0.31	-2313148
85	Asia Plast	2003	-8414	169063	2159	0.08	0.83	23322.29
86	Benton Jaya Manunggal	2003	-164914	18543	162960	0.10	7.23	12293652
87	Jakarta Kyoel Steel	2003	-3287	105893	116018	0.01	0.17	1477477
88	Lion Mesh Prima	2003	-1114	65106	5407	0.26	0.4	8339.61
89	Intikeramik Alamsri	2003	-38412	187813	56035	0.05	0.69	728260.8
90	Branta Mulia	2003	-57431	1235382	167673	0.17	0.55	534633.5
91	Prima Alloy Steel	2003	2187	391433	9447	0.06	0.35	55868.28
92	Interdelta	2003	-786	72258	-25829	0.05	0.11	-61153.8
93	Hanson	2003	-26767	298008	18046	0.55	0.68	22403.32
94	Cahaya Kalbar	2004	19150	167612	-2701	0.05	0.54	-27322
95	Gudang Garam	2004	1991484	24291692	-1503700	0.02	0.28	-2.50E+007
96	Budi Acid	2004	11605	929543	79403	0.01	0.59	4214651
97	Berlina	2004	13011	267546	-111471	0.11	0.6	-636659
98	Langgeng Makmur	2004	-17020	237296	-34895	0.00	0.47	-5.40E+007
99	Jaya Pari Steel	2004	-3045	379928	-122768	0.02	0.22	-1227023
100	Lion Metal	2004	2805	111114	3170	0.00	0.13	225128.4
101	Kedaung Indah	2004	1792	87921	-16438	0.05	0.45	-160463

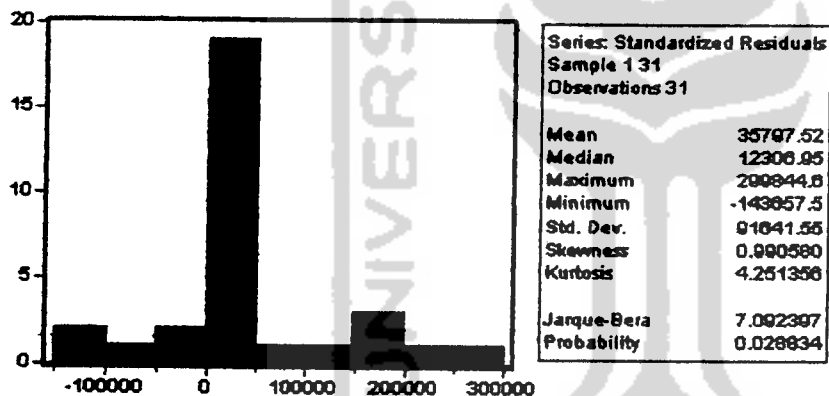
102	Nipress	2004	-2148	168201	4491	0.12	0.68	24554.09
103	Perdana Bangun	2004	-1332	59092	-9695	0.06	0.49	-84543.2
104	Argo Pantes	2004	1243013	982371	-1506527	0.03	0	-27490.7
105	Karwell	2004	612	583340	-6121	0.00	0.1	-302566
106	Barito	2004	-36807	1278060	13989	0.03	0.12	62861.9
107	Aneka Kimia Raya	2004	84683	2187493	-103986	0.00	0.44	-3.50E+007
108	Lapindo	2004	1146	91161	-8439	0.00	0.46	-854610
109	Sekar Laut	2004	-3741	137754	-22430	0.01	0.35	-648373
110	Siantar Top	2004	-18238	712558	67907	0.06	0.53	575231.6
111	Panasia Indosyntex	2004	-626302	1073768	866226	0.04	0.69	13830093
112	Sunson Textile	2004	-19120	548070	-84946	0.10	0.61	-499237
113	Surya Intrindo	2004	-4228	93136	-1034	0.01	0.41	-29967.6
114	Eterindo Wahanatama	2004	786	106851	-90480	0.00	0	-28460.3
115	Lautan Luas	2004	62720	1705586	172045	0.04	0.31	1459493
116	Asia Plast	2004	-7191	241690	-27344	0.08	0.77	-274205
117	Benton Jaya Manunggal	2004	-1247	45812	821	0.10	0.71	6083.08
118	Jakarta Kyoel Steel	2004	-39064	87332	-48362	0.01	0.23	-848880
119	Lion Mesh Prima	2004	-904	89238	2279	0.26	0.37	3295.89
120	Intikeramik Alamsri	2004	-41900	223074	70976	0.05	0.71	939643.9
121	Branta Mulia	2004	-34276	1472678	-99020	0.17	0.55	-314493
122	Prima Alloy Steel	2004	2327	541705	5218	0.06	0.29	25883.22
123	Interdelta	2004	-25	78738	18989	0.05	0.1	42944.24
124	Hanson	2004	-301908	365186	304332	0.55	0.62	343709.3

Data Uji Asumsi Klasik

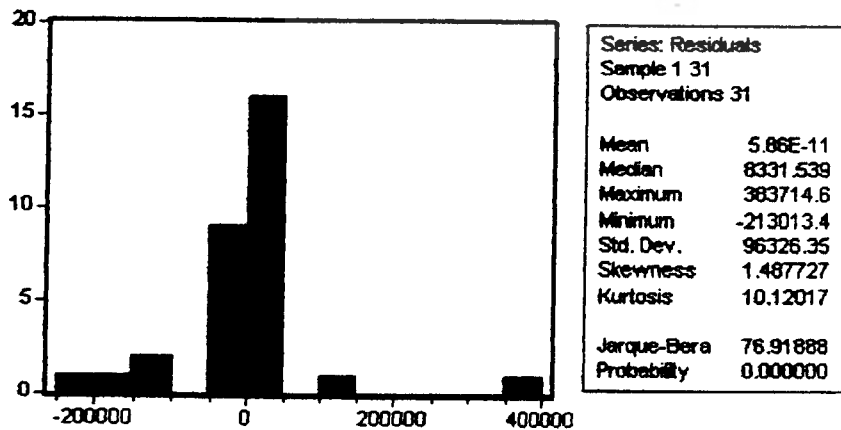
Uji Asumsi Kenormalan Tahun 2001



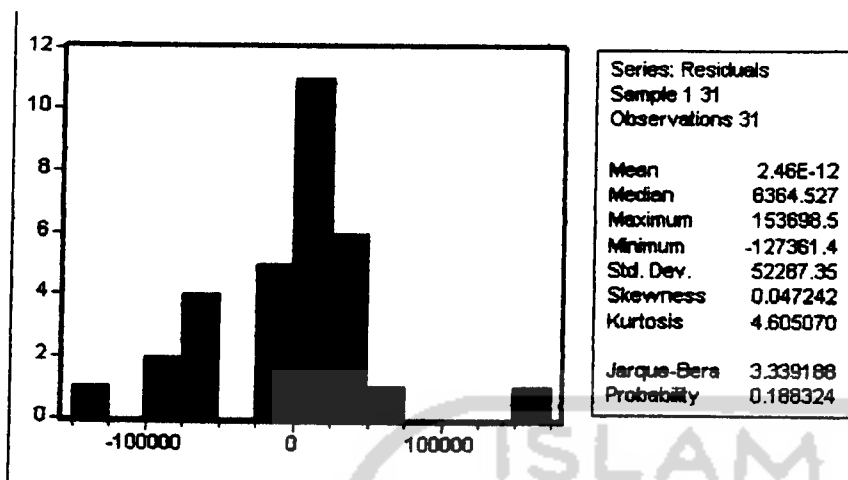
Uji Asumsi Kenormalan Tahun 2002



Uji Asumsi Kenormalan 2003



Uji Asumsi Kenormalan 2004



Uji Asumsi Multikolinearitas dan Autokorelasi Tahun 2001

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 -0.073	-0.073	0.1741	0.676
		2 -0.100	-0.106	0.5168	0.772
		3 -0.105	-0.122	0.9069	0.824
		4 -0.043	-0.076	0.9759	0.913
		5 -0.036	-0.075	1.0261	0.960
		6 0.001	-0.038	1.0262	0.985
		7 -0.021	-0.054	1.0449	0.994
		8 -0.102	-0.137	1.4981	0.993
		9 -0.111	-0.169	2.0595	0.990
		10 -0.034	-0.128	2.1166	0.995
		11 0.005	-0.110	2.1177	0.998
		12 0.029	-0.086	2.1626	0.999
		13 0.410	0.362	11.671	0.555
		14 -0.074	-0.022	11.999	0.606
		15 -0.048	0.021	12.147	0.668
		16 -0.039	0.018	12.250	0.727

Uji Asumsi Multikolinieritas dan Autokorelasi Tahun 2002

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.037	-0.037	0.0451	0.832
		2	-0.024	-0.025	0.0649	0.968
		3	-0.044	-0.046	0.1352	0.987
		4	-0.046	-0.051	0.2143	0.995
		5	-0.022	-0.029	0.2331	0.999
		6	-0.049	-0.056	0.3275	0.999
		7	-0.049	-0.060	0.4289	1.000
		8	-0.013	-0.026	0.4359	1.000
		9	-0.014	-0.027	0.4448	1.000
		10	-0.011	-0.026	0.4501	1.000
		11	-0.002	-0.016	0.4503	1.000
		12	-0.015	-0.028	0.4623	1.000
		13	-0.018	-0.033	0.4809	1.000
		14	-0.020	-0.034	0.5044	1.000
		15	-0.020	-0.035	0.5308	1.000
		16	-0.022	-0.038	0.5644	1.000

Uji Asumsi Multikolinieritas dan Autokorelasi Tahun 2003

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.081	-0.081	0.2245	0.636
		2	-0.088	-0.095	0.4994	0.779
		3	-0.005	-0.021	0.5004	0.919
		4	-0.052	-0.064	0.6047	0.963
		5	-0.059	-0.073	0.7403	0.981
		6	-0.056	-0.081	0.8670	0.990
		7	-0.056	-0.087	0.9999	0.995
		8	0.246	0.219	3.6919	0.884
		9	-0.053	-0.036	3.8205	0.923
		10	0.011	0.037	3.8262	0.955
		11	0.127	0.126	4.6575	0.947
		12	-0.046	-0.008	4.7704	0.965
		13	-0.049	-0.009	4.9081	0.977
		14	-0.013	0.005	4.9178	0.987
		15	-0.036	-0.006	5.0000	0.992
		16	-0.052	-0.113	5.1829	0.995

Uji Asumsi Multikolinieritas dan Autokorelasi Tahun 2004

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.131	-0.131	0.5826	0.445
		2	-0.103	-0.122	0.9579	0.619
		3	0.138	0.110	1.6521	0.648
		4	-0.112	-0.094	2.1252	0.713
		5	-0.118	-0.125	2.6748	0.750
		6	0.349	0.303	7.6649	0.264
		7	-0.073	0.001	7.8903	0.342
		8	-0.096	-0.044	8.3002	0.405
		9	0.014	-0.100	8.3089	0.503
		10	-0.108	-0.082	8.8818	0.543
		11	0.019	0.079	8.8996	0.631
		12	-0.111	-0.276	9.5650	0.654
		13	-0.022	-0.041	9.5913	0.727
		14	-0.091	-0.134	10.086	0.756
		15	-0.003	0.023	10.086	0.814
		16	0.140	0.210	11.427	0.782

Uji Asumsi Heteroskedastisitas Tahun 2001

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	4.371901	Probability	0.013905
Obs*R-squared	27.20027	Probability	0.129723

Uji Asumsi Heteroskedastisitas Tahun 2002

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1291.524	Probability	0.000000
Obs*R-squared	29.98955	Probability	0.070023

Uji Asumsi Heteroskedastisitas Tahun 2003

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.831035	Probability	0.119798
Obs*R-squared	14.81638	Probability	0.138901

Uji Asumsi Heteroskedastisitas Tahun 2004

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.400919	Probability	0.045793
Obs*R-squared	16.91203	Probability	0.076333

Hasil Analisis Regresi Sederhana Sales

Regresi Linear Sederhana Variabel Capexp dan Sales tahun 2001

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3290.214	15921.82	-0.206648	0.8377
SALES	0.030922	0.004825	6.408656	0.0000
R-squared	0.586133	Mean dependent var		28982.77
Adjusted R-squared	0.571862	S.D. dependent var		128526.9
S.E. of regression	84098.07	Akaike info criterion		25.57970
Sum squared resid	2.05E+11	Schwarz criterion		25.67221
Log likelihood	-394.4853	F-statistic		41.07088
Durbin-Watson stat	1.606233	Prob(F-statistic)		0.000001

Regresi Linear Sederhana Variabel Capexp dan Sales Tahun 2002

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-45524.94	15569.02	-2.924072	0.0066
SALES	0.076873	0.004074	18.86705	0.0000
R-squared	0.924669	Mean dependent var		41668.77
Adjusted R-squared	0.922071	S.D. dependent var		296526.2
S.E. of regression	82777.58	Akaike info criterion		25.54804
Sum squared resid	1.99E+11	Schwarz criterion		25.64056
Log likelihood	-393.9947	F-statistic		355.9656
Durbin-Watson stat	2.380597	Prob(F-statistic)		0.000000

Regresi Linear Sederhana Variabel Capexp dan Sales 2003

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-130419.8	87679.36	-1.487463	0.1477
SALES	0.053603	0.020822	2.574414	0.0154
R-squared	0.186024	Mean dependent var		-66181.48
Adjusted R-squared	0.157956	S.D. dependent var		510000.7
S.E. of regression	467991.6	Akaike info criterion		29.01263
Sum squared resid	6.35E+12	Schwarz criterion		29.10514
Log likelihood	-447.6958	F-statistic		6.627607
Durbin-Watson stat	2.145180	Prob(F-statistic)		0.015413

Regressi Linear Sederhana Variabel Capexp dan Sales 2004

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-31645.20	49598.61	-0.638026	0.5285
SALES	0.082796	0.011212	7.384717	0.0000
R-squared	0.652836	Mean dependent var		73439.94
Adjusted R-squared	0.640865	S.D. dependent var		441436.7
S.E. of regression	264543.7	Akaike info criterion		27.87174
Sum squared resid	2.03E+12	Schwarz criterion		27.96426
Log likelihood	-430.0120	F-statistic		54.53404
Durbin-Watson stat	1.889084	Prob(F-statistic)		0.000000



Hasil Analisis Regresi Berganda (Multiple Regression)

Regressi Berganda tahun 2001

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-104537.6	60661.43	-1.723297	0.0983
FLOW	-0.922930	0.211731	-4.358967	0.0002
INTERACT	0.072639	0.013279	5.470075	0.0000
IO	55098.83	358137.7	0.153848	0.8791
IOP	267476.3	90423.24	2.958048	0.0071
SALES	-0.012672	0.016921	-0.748922	0.4615

Weighted Statistics

R-squared	0.973345	Mean dependent var	50638.13
Adjusted R-squared	0.967550	S.D. dependent var	411179.0
S.E. of regression	74068.82	Akaike info criterion	25.44537
Sum squared resid	1.26E+11	Schwarz criterion	25.72826
Log likelihood	-362.9578	F-statistic	167.9755
Durbin-Watson stat	1.882255	Prob(F-statistic)	0.000000

Regressi Berganda tahun 2002

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-25291.12	41273.98	-0.612762	0.5456
FLOW	0.018799	0.014485	1.299617	0.2056
INTERACT	-0.000218	0.000355	-0.614979	0.5441
IO	34493.11	188215.6	0.183264	0.8561
IOP	-226051.6	69164.94	-3.268297	0.0031
SALES	0.040956	0.017814	2.299029	0.0301

Weighted Statistics

R-squared	0.809149	Mean dependent var	-50905.59
Adjusted R-squared	0.770979	S.D. dependent var	225703.7
S.E. of regression	108013.1	Akaike info criterion	26.18988
Sum squared resid	2.92E+11	Schwarz criterion	26.46742
Log likelihood	-399.9431	F-statistic	21.19848
Durbin-Watson stat	1.575884	Prob(F-statistic)	0.000000

Regressi Berganda tahun 2003

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-22249.99	26069.36	-0.853492	0.4015
FLOW	-0.829119	0.071843	-11.54078	0.0000
INTERACT	-0.000348	0.000359	-0.968494	0.3421
IO	7326.329	184864.3	0.039631	0.9687
IOP	296.7677	15794.96	0.018789	0.9852
SALES	0.057219	0.004766	12.00558	0.0000
R-squared	0.964326	Mean dependent var	-66181.48	
Adjusted R-squared	0.957192	S.D. dependent var	510000.7	
S.E. of regression	105520.2	Akaike info criterion	26.14318	
Sum squared resid	2.78E+11	Schwarz criterion	26.42072	
Log likelihood	-399.2193	F-statistic	135.1591	
Durbin-Watson stat	1.622488	Prob(F-statistic)	0.000000	

Regressi Berganda tahun 2004

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-18743.51	24491.73	-0.765299	0.4513
FLOW	-0.777011	0.035740	-21.74038	0.0000
INTERACT	0.001258	0.000912	1.379202	0.1800
IO	-147494.0	106475.7	-1.385236	0.1782
IOP	13440.05	55321.69	0.242944	0.8100
SALES	0.035966	0.003239	11.10364	0.0000
R-squared	0.985970	Mean dependent var	73439.94	
Adjusted R-squared	0.983164	S.D. dependent var	441436.7	
S.E. of regression	57277.92	Akaike info criterion	24.92120	
Sum squared resid	8.20E+10	Schwarz criterion	25.19875	
Log likelihood	-380.2787	F-statistic	351.3803	
Durbin-Watson stat	2.618217	Prob(F-statistic)	0.000000	