

PENGARUH ARUS KAS, KESEMPATAN INVESTASI, *LEVERAGE*, DAN MODAL KERJA TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI AKTIVA TETAP PADA PERUSAHAAN *FINANCIALLY CONSTRAINED*

MOHAMAD ZAKI

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231
E-mail: emmozaki@yahoo.co.id

Abstract: *This research aims to analyze the effect of cash flow, investment opportunities, leverage, working capital on fixed asset investment decisions of financially constrained firms. This research focuses on financially constrained firms of manufacturing sector in the 2008-2010 period. Due to the impact of the global financial crisis in 2008 has increasing asymmetric information that led to the company facing financial constraints. Sample in this research were 44 companies in manufacturing sector which has facing financial constraints indicated by firm had not pay dividends. Analytical techniques used in this research is the multiple linear regression analysis. The result shows that cash flow had positive effect to fixed asset investment decisions of financially constrained firms, while investment opportunities, leverage, and working capital are has not effect to fixed asset investment decisions of financially constrained firms.*

Keywords: *investment decision, financial constraints, fixed asset.*

PENDAHULUAN

Krisis keuangan global pada 2008 meningkatkan informasi asimetri antara perusahaan dengan pemberi pinjaman, sehingga mengakibatkan perusahaan yang mencari dana dari sumber dana eksternal, baik pasar modal maupun bank mengalami *financial constraints* (kendala keuangan) dalam mendanai investasi. Investasi aktiva tetap yang dilakukan oleh perusahaan membutuhkan suatu keputusan pendanaan untuk mendapatkan dana untuk investasi. Jenis sumber dana yang dapat digunakan oleh perusahaan adalah sumber dana eksternal melalui penerbitan saham baru dan penerbitan obligasi, serta sumber dana internal yaitu menggunakan laba ditahan.

Perusahaan mengeluarkan biaya modal (*cost of capital*) untuk mendapatkan sumber dana. Bagi perusahaan, biaya modal merupakan biaya atas dana yang diperoleh

perusahaan. Adanya perbedaan antara biaya modal dari sumber pendanaan internal dan eksternal, dimana biaya modal eksternal lebih mahal membuat perusahaan kesulitan dalam mengakses dana dari sumber dana eksternal atau *financial constraints* (Fazzari *et al*, 1988).

Menurut Fazzari *et al.* (1988), investasi pada perusahaan yang mempunyai kendala keuangan sensitif terhadap arus kas. Menurut Fazzari *et al.* (1988) dan Hidayat (2010), dalam penelitiannya menyatakan bahwa pendanaan internal melalui arus kas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi pada perusahaan *financially constrained*. Namun, hal ini kontradiktif dengan penelitian Prasetyantoko (2006) yang menemukan bahwa arus kas mempunyai pengaruh negatif terhadap keputusan investasi pada masa sebelum krisis, dan berpengaruh tidak signifikan setelah

krisis. Hasil yang berbeda ditemukan dalam penelitian Lindananty (2004), yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*.

Kesempatan investasi juga memengaruhi keputusan investasi perusahaan yang tergolong *financially constrained*. Menurut Hidayat (2010), perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan mudah untuk melakukan investasi karena investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian Hidayat (2010), menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, sedangkan menurut Prasetyantoko (2006), menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi pada masa sebelum dan setelah krisis. Hasil yang berbeda juga ditunjukkan dalam penelitian Hyun dan Park (1999) dan Lindananty (2004), yang menunjukkan jika kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap investasi pada perusahaan *financially constrained*.

Perusahaan yang mengalami kendala keuangan kesulitan menggunakan pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal perusahaan diperoleh dari penerbitan saham, maupun utang. Pendanaan eksternal diukur menggunakan *leverage* yang mengukur penggunaan utang oleh perusahaan. Menurut penelitian Cleary (2005) dan Prasetyantoko (2006), *leverage* berpengaruh positif terhadap investasi. Hasil yang berbeda dalam penelitian Lindananty (2004), yang menunjukkan jika *leverage* tidak berpengaruh terhadap investasi pada perusahaan *financially constrained*.

Modal kerja juga memengaruhi keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*. Menurut

Fazzari (1993), modal kerja bersifat likuid dan dapat dijadikan sebagai sumber dana untuk investasi, oleh karena itu modal kerja berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi, serta lebih signifikan pada perusahaan *financially constrained*. Hal ini berbeda dengan penelitian Prasetyantoko (2006), yang menyatakan modal kerja berpengaruh positif terhadap keputusan investasi pada masa sebelum dan setelah krisis.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, permasalahan dalam penelitian ini adalah adakah pengaruh arus kas, kesempatan investasi, *leverage*, dan modal kerja terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*.

KAJIAN PUSTAKA

Financially Constrained Firms

Menurut Fazzari *et al* (1988), *financially constrained firm* adalah perusahaan yang mempunyai perbedaan biaya yang tinggi antara dana eksternal dan internal atau dengan kata lain adalah perusahaan yang mempunyai hambatan untuk memperoleh pendanaan eksternal. Alasan utama terjadinya *financially constrained* pada perusahaan adalah karena pendanaan eksternal tidak dapat menjadi pengganti yang sempurna untuk pendanaan internal.

Menurut Fazzari *et al.* (1988), perusahaan yang mengalami kendala keuangan mempunyai tingkat *dividend payout ratio* yang rendah. Ada dua alasan rendahnya tingkat *dividend payout ratio* (DPR) bagi perusahaan yang mengalami kendala keuangan. Pertama, perusahaan membutuhkan dana untuk investasi, namun pendanaan untuk investasi tersebut melebihi *internal cash flow* yang dimiliki perusahaan dan untuk itu perusahaan mempertahankan semua pendanaan internal berbiaya

rendah yang mampu perusahaan hasilkan. Kedua, perusahaan hanya mempunyai sedikit atau bahkan tidak mempunyai pemasukan untuk didistribusikan kepada pemegang saham.

Modigliani and Miller's Irrelevance Theory

Modigliani and Miller's irrelevance theory menyatakan tingkat utang tidak memengaruhi perilaku investasi perusahaan dalam pasar yang sempurna. Menurut teorema MM, nilai perusahaan adalah bersifat independen terhadap struktur modalnya. Perusahaan menggunakan utang atau tidak menggunakan utang, nilai perusahaan dan biaya modal perusahaan adalah tetap. Selanjutnya MM, mengembangkan teori ini dengan adanya pajak penghasilan terhadap penghasilan perusahaan (*corporate taxes*). Menurut asumsi ini maka penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau dengan kata lain perusahaan lebih memilih mendanai perusahaan menggunakan utang dibandingkan modal sendiri. Hal ini dikarenakan adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan karena adanya biaya bunga (*tax-deductible*).

Trade Off Theory

Teori *trade off* dikemukakan oleh Stiglitz (1969), Teori ini menyatakan bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat utang aktualnya ke arah titik optimal tersebut ketika perusahaan tersebut berada dalam tingkat utang yang terlalu tinggi ataupun terlalu rendah. Titik optimal ini terjadi karena adanya keuntungan pajak sebagai faktor yang mendorong perusahaan meningkatkan hutangnya dan biaya *financial distress* yang mendorong

perusahaan untuk membatasi tingkat hutangnya.

Agency Theory

Adanya pemisahan antara pihak pemilik dengan pengelola (manajemen), tidak bisa dihindari adanya kemungkinan perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pihak manajemen. Masalah keagenan pada hal ini adalah "*underinvestment*". Myers (1977) menyatakan bahwa masalah *underinvestment* timbul pada saat pemegang saham mempunyai kecenderungan untuk menghindari proyek aman yang memiliki *net present value* positif. Tidak ada insentif menyumbangkan modal baru untuk memulai proyek baru, walaupun proyek baru tersebut akan meningkatkan kinerja perusahaan. Situasi ini timbul pada saat keadaan kesulitan (*distress*), di mana beban utang yang berlebih menyebabkan pemegang saham melewatkan kesempatan pertumbuhan.

Masalah agensi lainnya adalah terjadinya "*overinvestment*". Argumen masalah ini adalah bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk memperluas skala perusahaan bahkan jika proyek tersebut buruk dan dapat mengurangi kesejahteraan pemegang saham. Kemampuan manajemen untuk melaksanakan kebijakan tersebut dibatasi oleh ketersediaan aliran kas bebas, dan kendala ini dapat lebih diperketat melalui pembiayaan utang. Penerbitan utang merupakan suatu komitmen awal perusahaan untuk membayar kewajiban, dan memaksa manajer untuk melayani komitmen tersebut dengan dana yang mungkin telah dinyatakan telah dialokasikan untuk proyek-proyek investasi yang buruk.

Pecking Order Theory

Pecking order theory pada intinya mengungkapkan tingkat urutan preferensi manajer dalam memilih sumber dana yang digunakan untuk mendanai kegiatan perusahaan (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal karena biayanya lebih murah. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih utang karena dipandang lebih aman daripada menerbitkan ekuitas baru sebagai pilihan untuk memenuhi kebutuhan investasi. Pilihan selanjutnya adalah penerbitan obligasi konversi dan selanjutnya melakukan penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir.

Signaling Theory

Teori ini dikembangkan oleh Ross (1977). Teori signaling menyatakan bahwa manajer memiliki informasi yang berbeda (lebih baik) tentang prospek perusahaan daripada investor. Perusahaan dengan prospek menguntungkan akan menghindari penjualan saham dan mengupayakan penambahan modal dengan penggunaan utang, sehingga dipandang sebagai sinyal positif bagi investor luar, sedangkan perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan seharusnya menjual saham, yang berarti mencari investor baru sebagai teman berbagi kerugian, dan merupakan sinyal negatif bagi investor.

Arus Kas dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan *Financially Constrained*

Arus kas merupakan sumber pendanaan internal bagi perusahaan (Fazzari *et al.*, 1988). Berdasarkan teori *pecking order*, para manajer cenderung untuk membuat

keputusan investasi dengan mengandalkan dana internal terlebih dahulu, penggunaan arus kas internal sebagai pilihan pertama dalam pembuatan keputusan investasi dikarenakan adanya informasi asimetri antara perusahaan dan pemegang saham.

Menurut Vogt (1994) menyatakan bahwa semakin besar arus kas yang dimiliki perusahaan yang sedang bertumbuh, maka akan semakin besar pula investasi yang dilakukan oleh perusahaan tersebut, karena perusahaan umumnya tidak membagikan dividen selama periode pertumbuhan tersebut, dan manajer akan mengalokasikan arus kas yang dimiliki perusahaan untuk kegiatan investasi. Menurut Fazzari *et al.* (1988) bahwa adanya informasi asimetri pada pendanaan eksternal akan menimbulkan biaya pendanaan eksternal lebih mahal dari pada pendanaan internal, yang berakibat perusahaan *financially constrained* kurang memiliki akses ke pendanaan eksternal. Dengan keterbatasan tersebut, maka keputusan investasi perusahaan cenderung sensitif terhadap arus kas.

Kesempatan Investasi dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan *Financially Constrained*

Myers (1977) menyatakan bahwa kesempatan investasi merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif. Menurut Chung dan Charoenwong (1991) bahwa esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang menghasilkan keuntungan. Jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, maka manajer berusaha mengambil peluang tersebut untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Karena semakin besar kesempatan

investasi yang menguntungkan, maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.

Menurut Cleary (2005) pada perusahaan yang terkendala pendanaan, investasi aktiva tetapnya tidak sensitif terhadap peluang investasi, hal ini sejalan dengan Hyun dan Park (1999), menyatakan jika *market to book ratio* tidak memengaruhi investasi karena investasi perusahaan didorong oleh ketersediaan dana pada saat ini dan bukan karena respon pasar terhadap peluang pertumbuhan di masa depan.

Leverage dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan Financially Constrained

Salah satu komponen pendanaan eksternal adalah berasal dari utang. Besarnya tingkat utang yang digunakan dalam mendanai perusahaan tersebut disebut dengan *leverage*. Ketika sebuah perusahaan meminjam uang, perusahaan berjanji melakukan sederet pembayaran bunga dan kemudian mengembalikan jumlah uang yang dipinjamnya. Menurut Teorema Modigliani-Miller (Teorema MM), tingkat utang tidak memengaruhi perilaku investasi perusahaan dalam pasar yang sempurna.

Menurut Cleary (2005) perusahaan-perusahaan yang mempunyai kendala keuangan enggan untuk berinvestasi ketika tingkat utangnya meningkat, terlepas dari ketersediaan dana internal. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai kendala keuangan enggan untuk memikul utang tambahan, dan sebagian besar berusaha untuk mengurangi jumlah utang yang ada dan akan mempertimbangkan jika melakukan investasi jangka panjang. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan yang mempunyai kendala keuangan sibuk untuk mengisi kekosongan

keuangan. Setelah keputusan untuk berinvestasi telah dibuat, perusahaan akan bergantung pada dana internal dulu, kemudian beralih ke utang. Perilaku ini konsisten dengan teori *pecking order*, seperti dikemukakan oleh Myers (1984).

Menurut Siregar (2004), menunjukkan *leverage* mempunyai pengaruh yang positif, dimana dalam analisisnya menunjukkan penggunaan utang dilakukan jika dana internal tidak mencukupi. Menurut Lindananty (2004), dalam penelitiannya menunjukkan jika *leverage* tidak memengaruhi investasi karena pada saat perusahaan mempunyai pertumbuhan penjualan yang positif maka saat itulah perusahaan membutuhkan investasi baru pada aktiva tetapnya, namun karena struktur modal perusahaan yang didominasi oleh utang maka keputusan investasi perusahaan tidak lagi mempertimbangkan rasio utangnya karena perusahaan tidak berani menaikkan risiko perusahaan dengan menggunakan utang sebagai sumber dana.

Modal Kerja dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan Financially Constrained

Pengertian modal kerja menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2007:138) adalah aset dan kewajiban jangka pendek atau lancar secara kolektif disebut modal kerja. Menurut Fazzari dan Petersen (1993), perusahaan yang menghadapi kendala keuangan (*financial constraints*) mengalokasikan dananya untuk modal kerja untuk *investment smoothing* atau memperlancar investasi. Menurut Fazzari dan Petersen (1993), modal kerja berpengaruh positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap, tetap karena perusahaan mengalami

financial constraints, jumlah dana perusahaan terbatas, oleh karena itu perusahaan akan merespon perubahan yang mendadak (*shock*) di dalam pendanaan internal dengan mengurangi akuisisi aset.

Modal kerja dalam hal ini digunakan perusahaan sebagai dukungan terhadap sumber pendanaan untuk aktiva tetap. Apabila arus kas turun, maka modal kerja juga akan turun untuk menyediakan likuiditas yang cukup sehingga dapat digunakan untuk mempertahankan investasinya. Motif lain dari *investment smoothing* adalah karena perusahaan tidak dapat menunda proyek-proyek investasi, terutama jika perusahaan tersebut mempunyai pertumbuhan yang tinggi.

Sesuai dengan teori yang telah dijelaskan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H₁: Arus kas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*
- H₂: Kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*
- H₃: *Leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*
- H₄: Modal kerja berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*

METODE

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kausalitas. penelitian ini menganalisis pengaruh arus kas, kesempatan investasi, *leverage*, dan modal kerja terhadap keputusan investasi aktiva tetap.

Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan sektor manufaktur

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar dari 2008 sampai 2010. Teknik sampling yang digunakan pada penelitian ini adalah *purposive sampling*. Teknik ini dalam menentukan sampel perlu mempertimbangkan beberapa hal yang dijadikan sebagai kriteria pengambilan sampel.

Beberapa kriteria yang dijadikan bahan pertimbangan dalam penentuan sampel penelitian ini adalah, (1) memublikasikan laporan keuangan yang diaudit berturut-turut selama periode penelitian (2008-2010). (2) Tidak membagikan dividen (*zero dividend payout ratio*) yang menunjukkan perusahaan *financially constrained* selama periode penelitian (2008-2010). (3) Mempunyai data lengkap utang jangka panjang selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh jumlah sampel 44 perusahaan, selama 2008-2010, sehingga jumlah data (N) adalah 132 data.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi aktiva tetap. Investasi dalam aktiva tetap merupakan harapan perusahaan untuk dapat memperoleh kembali dana yang telah diinvestasikan dalam aktiva tetap tersebut (Riyanto, 2001:115).

Keputusan investasi aktiva tetap diukur dengan *capital expenditure* dibagi dengan *capital stock (net fixed assets)* pada akhir periode tahun sebelumnya. *Capital expenditure* dapat dihitung dengan perubahan aktiva tetap bersih ditambah dengan depresiasi. Aktiva tetap didefinisikan sebagai properti, pabrik, dan peralatan (*property, plant, and equipment*). Rumus keputusan investasi aktiva tetap adalah sebagai berikut:

$$\text{Investasi Aktiva Tetap} = \frac{CE_{it}}{K_{it-1}}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah arus kas,

kesempatan investasi, *leverage*, dan modal kerja.

Arus kas merupakan sumber pendanaan internal bagi perusahaan. arus kas dalam penelitian ini didefinisikan sebagai arus kas operasi. Arus kas operasi adalah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi terutama diperoleh dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan (Oktavia, 2008). Arus kas diukur dengan rasio arus kas operasi terhadap *capital stock (net fixed assets)* pada awal periode (Chau *et al.*, 2008).

$$\text{Arus kas} = \frac{CF_{it}}{K_{it-1}}$$

Kesempatan investasi adalah kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif. Kesempatan Investasi diukur dengan *market to book ratio* (Cleary, 2005). *Market to book ratio* diperoleh dari nilai pasar dibagi dengan nilai buku ekuitas (total ekuitas). Nilai pasar merupakan hasil perkalian jumlah saham yang beredar dengan harga saham penutupan akhir tahun.

$$M/B = \frac{\text{Market value of common equity}}{\text{Book value of common equity}}$$

Leverage adalah besarnya tingkat utang yang digunakan perusahaan dalam mendanai asetnya. *Leverage* diukur dengan rasio utang jangka panjang terhadap total aset (Aivazian *et al.*, 2005).

$$\text{Leverage} = \frac{LTD_{it}}{TA_{it}}$$

Modal kerja diukur dengan rasio perubahan modal kerja bersih terhadap *capital stock (net fixed assets)* pada awal periode (Fazzari dan Petersen, 1993). Modal kerja bersih diukur dengan selisih antara aktiva lancar dan utang lancar.

$$\text{Modal kerja} = \frac{\Delta NWC_{it}}{K_{it-1}}$$

Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan menggunakan data hasil perhitungan sebelumnya untuk melihat besarnya pengaruh arus kas, kesempatan investasi, *leverage*, dan modal kerja terhadap keputusan investasi aktiva tetap.

HASIL

Pengujian asumsi klasik dilakukan sebelum pengujian hipotesis. Pengujian asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas. Pada pengujian normalitas menunjukkan data tidak terdistribusi normal, sehingga dilakukan uji *outlier* data untuk menghilangkan data yang memiliki nilai ekstrim diatas standar deviasi. Data terakhir yang digunakan setelah melakukan uji *outlier* adalah 116 data (N), dimana data menunjukkan sudah terdistribusi normal. Uji asumsi klasik lainnya yang digunakan adalah uji heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas yang menunjukkan tidak terdapat penyimpangan pada gejala asumsi klasik.

Tabel 1
Hasil Regresi Linier Berganda

Model	T	Sig.	Kesimpulan
(Constant)	4,534	0,000	
Arus Kas	8,314	0,000	H ₁ diterima
M/B	-1,001	0,319	H ₂ ditolak
Leverage	-1,445	0,151	H ₃ ditolak
Modal Kerja	-1,008	0,316	H ₄ ditolak
Tingkat Signifikansi (α) = 0,05			
F = 24,753			
F sig (α = 0,05) = 0,00			

Berdasarkan hasil regresi linier berganda pada Tabel 1, diketahui bahwa arus kas memiliki pengaruh positif terhadap keputusan

investasi aktiva tetap. Tanda positif pada koefisien beta variabel arus kas menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi aktiva tetap karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan H_1 diterima. Kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap, karena nilai signifikansi sebesar 0,319 lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan H_2 ditolak. *Leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap, karena nilai signifikansi sebesar 0,151, lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan H_3 ditolak. Modal Kerja tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap, karena nilai signifikansi sebesar 0,316, lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan H_4 ditolak.

PEMBAHASAN

Arus Kas dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan *Financially Constrained*

Pengujian terhadap variabel arus kas yang menggambarkan sumber dana internal perusahaan menunjukkan bahwa variabel arus kas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*. Hasil penelitian ini sesuai dengan *pecking order theory*, dimana perusahaan akan mengambil prioritas terhadap ketersediaan dana internal dalam mendanai investasinya.

Menurut Fazzari *et al.* (1988) perusahaan yang mengalami kendala dalam pembiayaan (*financial constraints*) sensitif terhadap ketersediaan dana internal. Hal ini disebabkan adanya informasi asimetri sehingga perusahaan tersebut sulit mendapatkan akses dari sumber pendanaan eksternal. Pada kondisi keterbatasan sumber pembiayaan eksternal, maka

perusahaan mengandalkan penggunaan dana sendiri (*internal financing*) yang berasal dari penerimaan arus kas dari kegiatan operasi perusahaan.

Ditinjau dari teori keagenan menurut Hidayat (2010), adanya likuiditas perusahaan yang tinggi akan sensitif terhadap terjadinya konflik keagenan. Jika perusahaan menggunakan dana eksternal, maka perusahaan terikat dengan pihak pemberi pinjaman yang akan menentukan kondisi perusahaan, sehingga manajer tidak bisa membuat keputusan yang independen. Selain itu dengan menggunakan dana eksternal akan meningkatkan pengawasan oleh pemegang saham. Oleh karena itu, penggunaan modal internal dapat mengurangi keterlibatan pengawasan dari pemegang saham atau pihak eksternal terhadap keputusan investasi yang dibuat oleh manajer.

Kesempatan Investasi dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan *Financially Constrained*

Pengujian terhadap variabel kesempatan investasi menunjukkan jika kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*. Hal ini sesuai dengan penelitian Hyun dan Park (1999), yang menyatakan jika *market to book ratio* tidak memengaruhi investasi karena investasi perusahaan didorong oleh ketersediaan dana pada saat ini dan bukan karena respon pasar terhadap peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan.

Alasan yang mungkin bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap adalah perusahaan tidak melakukan *equity market timing*. Menurut Saad dan Siagian (2011), adanya kendala

keuangan (*financial constraints*), membuat perusahaan tidak dapat melakukan *equity market timing*, yaitu praktik perusahaan untuk menerbitkan saham pada saat valuasi harga saham perusahaan di pasar sedang tinggi serta membeli kembali saham pada saat valuasi pasarnya sedang rendah. Jika nilai persepsi investor terhadap perusahaan sedang tinggi namun perusahaan tersebut mengalami kendala keuangan, maka nilai persepsi investor tersebut tidak memicu perusahaan melakukan *equity market timing* seperti penerbitan saham baru, sehingga kendala keuangan memperlemah motivasi perusahaan untuk melakukan *equity market timing*.

Leverage dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan *Financially Constrained*

Pengujian terhadap variabel *leverage* menunjukkan jika *leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*. Menurut Fazzari *et al.* (1988) adanya asimetri informasi pada pendanaan eksternal, menyebabkan pendanaan eksternal seperti utang lebih mahal dari pada pendanaan internal yang berakibat perusahaan *financially constrained* kurang memiliki akses ke sumber pendanaan eksternal. Sehingga perusahaan lebih memilih dana internal. Penggunaan utang memerlukan persyaratan serta menyebabkan pembatasan terhadap manajer.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lindananty (2004), yang menyatakan bahwa pada saat perusahaan mempunyai pertumbuhan penjualan yang positif, maka saat itulah perusahaan membutuhkan investasi baru pada aktiva tetapnya, namun karena struktur modal saat ini didominasi oleh utang, maka keputusan investasi

perusahaan tidak lagi mempertimbangkan rasio utangnya, karena perusahaan tidak berani menaikkan risiko perusahaan dengan menggunakan utang sebagai sumber dana.

Modal Kerja dan Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan *Financially Constrained*

Pengujian terhadap variabel modal kerja menunjukkan jika modal kerja tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*. Modal kerja merupakan alternatif sumber dana internal ketika perusahaan mengalami kendala keuangan, karena modal kerja merupakan aset yang paling likuid.

Alasan modal kerja tidak berpengaruh terhadap aktiva tetap dapat ditelusuri dari dua hal, pertama menurut Fazzari dan Pettersen (1993), menyatakan bahwa perusahaan akan merespon perubahan yang mendadak (*shock*) di dalam pendanaan internal dengan mengurangi akuisisi aset. Modal kerja dalam hal ini digunakan perusahaan sebagai dukungan terhadap sumber pendanaan untuk aktiva tetap. Apabila arus kas turun, maka modal kerja juga akan turun untuk menyediakan likuiditas yang cukup sehingga dapat digunakan untuk mempertahankan investasinya. Kesimpulannya adalah jika perusahaan masih mempunyai ketersediaan arus kas untuk mendanai investasinya dan tidak menggunakan dana yang akan dialokasikan untuk modal kerja.

Alasan yang kedua modal kerja tidak berpengaruh terhadap investasi aktiva tetap adalah, menurut Fazzari dan Pettersen (1993), pengaruh negatif disebabkan adanya motif untuk *investment smoothing* atau memperlancar investasi adalah karena perusahaan

tidak dapat menunda proyek-proyek investasi, terutama jika perusahaan tersebut berada pada industri yang pertumbuhannya cepat (Fazzari dan Pettersen, 1993). Kesimpulannya adalah perusahaan *financially constrained* berada pada industri yang pertumbuhannya rendah.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan. Arus kas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*, sedangkan kesempatan investasi, *leverage*, dan modal kerja tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada perusahaan *financially constrained*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan akan melakukan investasi jika ada ketersediaan dana internal.

Hasil dalam penelitian ini menunjukkan jika variabel kesempatan investasi, *leverage*, dan modal kerja berpengaruh tidak signifikan, maka untuk penelitian selanjutnya agar menggunakan proksi yang berbeda dengan penelitian ini, misalnya variabel *leverage* menggunakan proksi *debt to equity ratio*, kesempatan investasi menggunakan proksi *market to book assets ratio*, dan modal kerja menggunakan proksi *net working capital to net fixed assets*.

UCAPAN TERIMA KASIH

Ucapan terima kasih diberikan kepada Ibu Ika Permatasari, S.E., Ak., M.Ak., yang telah menelaah dan memberikan masukan dalam penyusunan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

Aivazian, V.A., Ge, Y., Qiu, J.P., 2005. The impact of leverage

on firm investment: Canadian evidence, *Journal of Corporate Finance* 11, 277-291.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., dan Marcus, Alan J. 2007. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid 1. Edisi Kelima*. Terjemahan oleh Yelvi Andri Zaimur. Jakarta: Erlangga.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., dan Marcus, Alan J. 2007. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid 2. Edisi Kelima*. Terjemahan oleh Bob Sabran. Jakarta: Erlangga.

Chau-Chen Yang, H. Kent Baker, Li-Chuan Chou, dan Bo-Wei Lu. 2008. Does switching from NASDAQ to the NYSE affect investment-cash flow sensitivity?, *Journal of Business Research* xxx (2008) xxx-xxx.

Chung, K.H. and Charoenwong, C. 1991, Investment options, assets in place, and the risk of stocks, *Financing Management*, Autumn: pp. 21-33.

Cleary, Sean. 2005. Corporate investment and financial slack, international evidence, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 1 No. 3, pp. 140-163.

Fazzari, S.M., Hubbard, R.C., Petersen, B.C., 1988. Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 141-195.

Fazzari, S.M. and Peterson, B.C. 1993. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraint, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 24 No. 3, pp. 328-42.

Hidayat, Riskin .2010. keputusan investasi dan financial constrains: studi empiris pada bursa efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan*

- Perbankan*, Vol. 12 No. 4, hal. 445-468.
- Hyun, Han Shin dan Park, Young S. 1999. Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'chaebols'. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, pp 169-191.
- Jensen, M.C., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and take-overs. *American Economic Review*, 76, pp 323-329.
- Lindananty. 2004. Pengaruh likuiditas, leverage, dan peluang investasi pada perusahaan financially constrained. *Jurnal Akuntansi, Bisnis, dan Manajemen (JABM)*, Vol. 2 No. 11, hal 168-183.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, pp 53, 433-443.
- Myers, S., 1977, Determinants of Corporate Borrowings, *Journal of Financial Economics*, Vol 5, pp 147-175.
- Myers, Stewart C. 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39: pp. 575-592.
- Myers, S. And N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Finance Economics*. 13: pp 187-221.
- Oktavia, Vicky. 2008. Analisis pengaruh total arus kas, komponen arus kas, dan laba akuntansi terhadap harga saham di bursa efek Jakarta (studi kasus pada saham LQ-45 periode 2002-2004). *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Prasetyantoko, Augustinus. 2006. Financial constraint and firm-level investment following a financial crisis in Indonesia. 23rd *International Symposium on Money, Banking and Finance*, 22-23 June 2006, Lille, France.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Ross, Stephen A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 23-40.
- Saad, Meiyenne D. Permata dan Siagian, Helson. 2011. Sentimen investor, kendala keuangan, dan market timing. *Finance and Banking Journal*, Vol. 13 No. 1 Juni 2011.
- Siregar, Baldric. 2004. Arah kausalitas: antara investasi, utang, dan arus kas, *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. 15 No. 3, hal 45-60.
- Stiglitz, Joseph E, 1969. "A re-examination of the modigliani-miller theorem," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 59 (5), pages 784-93, December.
- Subramanyam, K.R. dan Wild, J.Wild. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Terjemahan oleh Dewi Yanti. Jakarta: Salemba Empat.
- Vogt, S.C. 1994. The cash flow-investment relationship: evidence from US manufacturing firms, *Financial Management*, Vol. 23, pp. 3-20.