

PENGUJIAN PECKING ORDER HYPOTHESIS DAN MANAGERIAL HYPOTHESIS

Go, Lisa Safira

PT. Rasa Sari Jayamakmur, email: lisa.safira@hotmail.com

Mudji Utami

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya, e-mail: mudjiutami@ubaya.ac.id

Abstract

This research examines hypothesis that suitable with capital expenditure behavior of services industry in Indonesia. Pecking Order Theory argued that capital expenditure affected mainly from internal cash flow. However, managerial hypothesis argued that managerial ownership also affect capital expenditure amongst firms and on several cases the effect more keen than internal cash flow. The research uses 25 firms from Jakarta Stock Exchange from 2000-2005. The result showed lower managerial ownership will tend to increase the over-investment by managers, therefore the relationship between managerial ownership to capital expenditure. Meanwhile the research also found a negative relationship between dividend to capital expenditure and align with Pecking Order Hypothesis.

Keywords: pengeluaran modal, *pecking order hypothesis*, *managerial hypothesis*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hipotesis yang sesuai dengan perilaku pengeluaran modal pada badan usaha sektor jasa di Indonesia. Pecking Order Hypothesis menyatakan bahwa dalam memutuskan besarnya pengeluaran modal, manajer hanya akan dipengaruhi oleh ketersediaan aliran kas internal dalam badan usaha. Sedangkan, menurut Managerial Hypothesis, di samping aliran kas internal, manajer juga dipengaruhi oleh tingkat kepemilikan manajer tersebut dalam badan usaha. Sebanyak 25 data badan usaha sektor jasa yang go public dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2000-2005 digunakan sebagai sampel untuk menguji penggunaan kedua hipotesis tersebut. Tingkat kepemilikan manajer yang semakin rendah cenderung menyebabkan adanya tindakan investasi yang berlebihan oleh manajer, sehingga menimbulkan hubungan negatif antara tingkat kepemilikan manajer terhadap pengeluaran modal. Hasil penelitian juga menunjukkan adanya hubungan yang negatif antara tingkat pembayaran dividen pada pengeluaran modal. Semakin tinggi tingkat pembayaran dividen, aliran kas internal yang tersedia dalam badan usaha akan semakin rendah, sehingga dana yang tersedia untuk pengeluaran modal akan semakin rendah pula.

Kata Kunci: pengeluaran modal, *pecking order hypothesis*, *managerial hypothesis*

1. Latar Belakang

Pengeluaran modal atau *capital expenditure* merupakan salah satu konsep penting dalam pengambilan keputusan keuangan dalam suatu badan usaha. Hal ini penting karena berkaitan dengan fungsi utama dalam manajemen keuangan, yaitu *investment decision*, *financing decision*, serta *managerial decision*. Putusan pertama yang dilakukan seorang manajer keuangan adalah menentukan tingkat investasi serta nilai investasinya sehingga dapat diketahui kebutuhan pengeluaran modalnya (*investment decision*). Selanjutnya sebagai pengelola badan usaha akan melakukan aktivitas pencarian kebutuhan dana (*financing decision*) untuk menutup pengeluaran modal tersebut. Pengeluaran modal yang dilakukan oleh perusahaan harus dikelola dengan sangat bijaksana (*managerial decision*) karena tingkat dana yang diinvestasikan dalam *capital expenditure* akan berpengaruh terhadap keputusan produksi dan pembuatan rencana strategik dalam badan usaha (Mansor dan Hamidi, 2008). Selain itu, pengambilan keputusan mengenai

pengeluaran modal yang akan dilakukan oleh badan usaha merupakan tindakan yang sangat penting. Hal ini disebabkan karena besarnya pengeluaran modal yang diputuskan oleh pihak pengelola akan menunjang pertumbuhan badan usaha itu sendiri.

Penelitian yang membahas mengenai pengeluaran modal dalam badan usaha telah banyak dilaksanakan baik di dalam negeri, maupun di luar negeri. Pada dasarnya, penelitian tersebut dilaksanakan untuk menemukan berbagai faktor yang memiliki peran terhadap pengambilan keputusan mengenai pengeluaran modal dalam badan usaha. Salah satu penelitian yang mengangkat topik tersebut adalah penelitian yang dilaksanakan oleh Mansor dan Hamidi (2008: 105-114). Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara aliran kas internal dengan pengeluaran modal yang dilakukan oleh badan usaha. Di sisi lain, tingkat kepemilikan manajer dalam badan usaha diketahui memiliki hubungan yang negatif dengan pengeluaran modal, sehingga hasil dari penelitian ini mendukung adanya *Managerial Hypothesis*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Chakraborty, et al (1999) dan Davies, et al (2000) dalam Manurung dan Ratnaningsih (2005) yang juga menemukan terjadinya *Managerial Hypothesis* dalam penentuan pengeluaran modal dalam suatu badan usaha.

Dalam penelitian Sartono (2001: 54-63), pengujian hubungan dilakukan pada aliran kas internal dan kepemilikan manajer dalam badan usaha terhadap pengeluaran modal (*capital expenditure*). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa faktor aliran kas internal memiliki hubungan yang positif terhadap pengeluaran modal dan faktor *insider ownership* atau kepemilikan manajer dalam badan usaha bukan faktor utama yang mempengaruhi keputusan manajer. Penemuan hubungan salah satu faktor, dianggap sangat penting karena merupakan acuan untuk menentukan penggunaan *Pecking Order Hypothesis* atau *Managerial hypothesis* pada badan usaha.

Penelitian lain yang dilaksanakan oleh Manurung dan Ratnaningsih (2005: 54-63) juga menyatakan bahwa aliran kas internal memiliki pengaruh tidak signifikan dan hubungan yang positif dengan pengeluaran modal badan usaha. Di samping itu, kepemilikan manajer dalam badan usaha terbukti tidak memiliki hubungan dengan pengeluaran modal badan usaha, sehingga hasil penelitian ini mendukung hipotesis *Pecking Order*. Hasil temuan ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang sebelumnya telah dikemukakan Griner dan Gordon (dalam Manurung dan Ratnaningsih, 2005), dimana terbukti bahwa aliran kas memiliki hubungan yang signifikan dengan pengeluaran modal badan usaha sehingga menunjukkan terjadinya *Pecking Order Hypothesis*.

Dari kedua hipotesis yang telah diungkapkan yaitu *Pecking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypothesis*, dapat diambil kesimpulan bahwa faktor utama yang mempengaruhi pengeluaran modal adalah aliran kas internal (Sartono, 2001: 55). Perbedaan yang timbul dari kedua hipotesis tersebut terletak pada ada tidaknya hubungan antara kepemilikan manajer dengan pengeluaran modal. *Pecking Order Hypothesis* tidak mengakui adanya hubungan diantara keduanya, sedangkan *Managerial Hypothesis* berargumen bahwa terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan manajer dengan pengeluaran modal dalam badan usaha.

Faktor lain yang dianggap memiliki hubungan dengan pengeluaran modal dalam badan usaha adalah tingkat pembayaran dividen yang dilakukan pada badan usaha tersebut. Hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Yuniningsih (2002) yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* atau tingkat pembayaran dividen memiliki hubungan yang signifikan negatif terhadap tingkat investasi dalam badan usaha tertentu. Tingkat pembayaran dividen memiliki hubungan yang negatif dengan pengeluaran modal. Jadi, meningkatnya pembayaran dividen cenderung akan diikuti oleh rendahnya pengeluaran modal. Hal ini disebabkan karena tingginya tingkat pembayaran dividen pada para pemegang saham (*shareholder*) akan menyebabkan *excess internal cash flow* badan usaha semakin menipis dan mengakibatkan nilai pengeluaran modal yang dilakukan badan usaha menjadi semakin menurun.

Berdasarkan pada adanya beberapa hasil penelitian yang berbeda mengenai hubungan beberapa faktor dengan pengeluaran modal, maka penelitian ini akan memfokuskan pada masalah penelitian: Apakah *internal cash flow*, *insider trading* dan *dividend pay-out ratio* berpengaruh terhadap *capital expenditure* dalam pengujian *Pecking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypothesis*.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Pengeluaran modal atau *capital expenditure* adalah pengeluaran dana yang dilakukan manajemen untuk membiayai tambahan aset yang diperlukan guna mendukung pertumbuhan perusahaan (Sartono, 2001: 56). Griner dan Gordon (1995) dalam Mansor dan Hamidi (2008) menyatakan bahwa pengeluaran modal menggambarkan sejumlah dana yang bersedia dibayarkan oleh pihak manajemen untuk memperoleh properti, bangunan dan perlengkapan. Oleh karena itu, investasi yang dapat dianggap sebagai salah satu bentuk pengeluaran modal dalam badan usaha adalah investasi yang lebih menekankan pada pembelian aset-aset fisik yang berguna bagi keberlangsungan hidup badan usaha itu sendiri. Tambahan aset tetap yang diinvestasikan badan usaha dapat digunakan untuk mengembangkan kegiatan bisnisnya sehingga pada akhirnya akan berpengaruh pada tingkat pertumbuhan badan usaha itu sendiri. Hal ini senada dengan ungkapan McConnell dan Muscarella (1985) bahwa pengeluaran modal memiliki hubungan dengan kinerja badan usaha, sehingga banyak pengeluaran modal dapat mengindikasikan pertumbuhan kinerja badan usaha.

2.1. Pecking Order Hypothesis dan Managerial Hypothesis

Pecking Order merupakan suatu teori yang mendasari tindakan manajer yang lebih memilih urutan pendanaan yang dimulai dari pembiayaan internal yang terdapat dalam badan usaha. *Pecking Order Hypothesis* menyatakan bahwa dalam pengambilan keputusan mengenai besarnya pengeluaran modal, manajer hanya akan berpedoman pada besarnya nilai aliran kas internal yang dimiliki oleh badan usaha. Hal ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa manajer sebagai pihak pengelola badan usaha akan melakukan berbagai tindakan investasi sesuai dana yang tersedia dalam badan usaha tersebut. Tindakan ini diambil oleh manajer sebagai suatu bentuk usaha yang dilakukan untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dengan meniadakan faktor kepemilikan manajer tersebut dalam badan usaha.

Managerial Hypothesis menyatakan bahwa dalam penentuan pengeluaran modal yang akan diinvestasikan oleh badan usaha, manajer akan dipengaruhi oleh dua hal penting. Dua hal tersebut adalah aliran kas yang tersedia dalam badan usaha (*internal cash flow*) serta besarnya saham yang dimilikinya atas badan usaha (*insider ownership*). Oleh karena itu, *Managerial Hypothesis* merupakan hipotesis yang mengakui adanya hubungan antara kepemilikan saham manajer badan usaha dalam penentuan pengeluaran modal. *Managerial Hypothesis* berargumen bahwa manajer yang memiliki nilai kepemilikan saham yang relatif rendah akan membuat pengeluaran modal yang melebihi nilai yang dapat menyejahterakan pemegang saham dalam badan usaha. Selain itu, kepemilikan proporsional saham yang rendah menyebabkan manajer berusaha memenuhi keinginan pribadinya. Pada umumnya, manajer akan mengambil tindakan investasi yang berlebihan (*over investment*) dan tidak berkaitan dengan tujuan utama badan usaha. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa terjadi konflik kepentingan antara manajer sebagai pengelola badan usaha dengan pemegang saham sebagai pemilik badan usaha. Pemberian insentif kepada manajer badan usaha diharapkan dapat meminimalkan membesarnya konflik kepentingan diantara keduanya.

2.2. Aliran Kas Internal dan Pengeluaran Modal

Aliran kas internal diduga memiliki hubungan yang searah dengan pengeluaran modal dalam badan usaha. Pada hubungan ini, manajer sebagai pengelola badan usaha dianggap hanya

mempertimbangkan besarnya aliran kas internal yang tersedia dalam mengambil keputusan mengenai pengeluaran modal. Jadi, ketika tersedia aliran dana yang cukup, manajer akan menginvestasikannya dalam bentuk pengeluaran modal, dan berlaku pula sebaliknya. Tindakan ini merupakan salah satu bentuk usaha yang dilakukan untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dalam suatu badan usaha (Sartono, 2001).

Griner dan Gordon (1995) dalam Mansor dan Hamidi (2008), menyatakan bahwa terdapat tiga alasan utama mengapa manajer cenderung lebih memilih untuk menggunakan aliran kas internal untuk membiayai pengeluaran modal. Pertama, tindakan manajer tersebut disebabkan karena aliran kas internal memiliki resiko yang lebih rendah dibandingkan pembiayaan eksternal karena badan usaha tidak mempunyai tanggung jawab untuk membayar bunga sehingga menyebabkan rendahnya resiko kebangkrutan (*bankruptcy risk*). Kedua, penggunaan aliran kas internal menyebabkan kinerja operasional manajer terkesan dapat diandalkan karena pemegang saham (*shareholder*) akan selalu bersedia mengorbankan dividen dari laba ditahan (*retained earning*). Selain itu, penggunaan aliran kas internal dalam investasi yang bersifat jangka panjang akan menimbulkan persepsi baik dari publik akan kelangsungan hidup badan usaha.

Penggunaan dana internal untuk pengeluaran modal ini sesuai dengan konsep *Pecking Order Hypothesis* yang menyatakan bahwa manajer akan memilih pendanaan yang berasal dari pihak internal untuk membiayai investasi yang akan dilakukan. Selain itu, pengelolaan dengan menggunakan aliran kas internal akan menyebabkan kinerja manajer terlihat sangat memuaskan karena manajer akan melakukan berbagai tindakan investasi untuk memberikan kesejahteraan bagi pemegang saham dalam badan usaha.

2.3. Kepemilikan Manajer Dalam Badan Usaha dan Pengeluaran Modal

Kepemilikan manajer dalam badan usaha diduga memiliki hubungan yang tidak searah dengan pengeluaran modal dalam badan usaha. Pengambilan keputusan oleh manajer mengenai pengeluaran modal dalam badan usaha sebagai salah satu bentuk investasi akan lebih banyak didasarkan pada tujuan memaksimalkan keuntungan pribadinya. Manajer yang memiliki porsi saham yang cukup rendah cenderung akan memutuskan besarnya nilai pengeluaran modal pada level yang cukup tinggi. Hal ini disebabkan karena manajer berusaha untuk menyediakan insentif bagi dirinya sendiri dengan cara mempertinggi pengeluaran modal yang dilakukan oleh badan usaha (Mansor dan Hamidi, 2008).

Pada badan usaha yang memiliki nilai aliran kas yang berlebihan (*excess cash flow*), manajer cenderung akan menggunakan kelebihan kas tersebut demi mencapai tujuan atau kepentingannya sendiri dengan menanamkan aliran kas internal yang dimiliki oleh badan usaha pada tindakan pengeluaran modal yang berlebihan. Dalam hal ini, manajer dianggap memiliki konflik kepentingan dengan para pemegang saham dalam badan usaha. Konflik tersebut dipicu karena adanya perbedaan jumlah atau porsi saham yang dimiliki oleh manajer dan pemegang saham. Situasi ini sesuai dengan *Managerial Hypothesis* karena pada konsep tersebut diakui adanya konflik kepentingan diantara manajer dan pemegang saham dalam badan usaha. Peningkatan porsi saham yang dimiliki oleh manajer dianggap merupakan salah satu solusi untuk mengurangi tindakan investasi yang berlebihan yang dilakukan oleh manajer dalam badan usaha.

2.4. Tingkat Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal

Besarnya tingkat pembayaran dividen diduga mempunyai hubungan yang tidak searah dengan pengeluaran modal yang diinvestasikan oleh badan usaha. Badan usaha yang memutuskan untuk membagikan dividen dengan nilai yang cukup besar akan memiliki investasi dalam bentuk pengeluaran modal yang cukup rendah. Hal ini disebabkan karena pembayaran dalam bentuk pembagian dividen akan memperkecil nilai aliran kas yang dimiliki oleh badan usaha. Sedikitnya jumlah aliran kas yang tersedia dalam badan usaha menyebabkan kemungkinan investasi maupun pengeluaran modal menjadi terimbas dan ikut mengalami

penurunan. Di sisi lain, ketika badan usaha memilih untuk tidak membagikan dividen, maka seluruh pendapatan yang diperoleh badan usaha pada periode tertentu, akan disimpan dalam bentuk laba ditahan atau *retained earning*. Kebijakan ini menyebabkan tersedianya cukup banyak nilai aliran dana yang dimiliki oleh badan usaha pada periode tersebut. Dengan demikian, nilai kas tersebut dapat digunakan sebagai pertimbangan bagi manajer untuk menetapkan pengeluaran modal.

Kebijakan pembayaran dividen (*dividend payment*) dalam badan usaha juga dapat digunakan sebagai salah satu alternatif dalam upaya mengurangi tindakan pengeluaran modal yang berlebihan yang dilakukan oleh manajer. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen akan memperkecil nilai *excess internal cash flow* yang tersedia dalam badan usaha. Oleh karena itu, manajer terpaksa mencari sumber pendanaan lain untuk membiayai berbagai tindakan investasi yang dilakukannya (Sartono, 2001).

Hipotesis: Terdapat pengaruh antara *internal cash flow*, *insider ownership*, *dividend payout rati* terhadap *capital expenditure*

3. Metode Penelitian

3.1. Sampel dan Data

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang berbentuk data kuantitatif dari 25 badan usaha sektor jasa yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005. Data tersebut diperoleh dari beberapa sumber, yaitu *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), situs resmi dari badan usaha yang digunakan sebagai objek penelitian, dan Laboratorium Keuangan Universitas Surabaya (UBAYA).

3.2. Uji Normalitas dan Asumsi Klasik

Data-data yang digunakan dalam penelitian harus memenuhi asumsi normalitas dan harus terbebas dari asumsi klasik. Asumsi klasik tersebut adalah multikolinieritas, autokorelasi, dan heterokedastisitas. Pengujian normalitas akan dilakukan dengan melihat besaran *Kolmogorov-Smirnov*. Data dapat dikatakan memiliki distribusi normal bila distribusi data tersebut berbentuk lonceng (*bell shaped*). Data akan berdistribusi normal apabila nilai *asympt. sig (2-tailed)* lebih besar dari 0,05.

Pengujian multikolinieritas dilaksanakan untuk mengetahui ada tidaknya variabel independen yang mirip dengan variabel independen lainnya dalam persamaan regresi. Penghitungan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dilakukan untuk mengetahui timbulnya gejala multikolinieritas. Bila nilai VIF berada di bawah 10 dan nilai *Tolerance* berada di rentang $0,1 < (1 - R_j^2) < 1$, maka persamaan regresi terbebas dari gejala multikolinieritas. Uji autokorelasi dilakukan dengan menghitung nilai Durbin Watson (D_{test}). Gejala autokorelasi harus dihilangkan karena timbulnya gejala ini akan menyebabkan model regresi dalam penelitian menjadi tidak dapat digunakan untuk menduga nilai variabel dependen dari variabel independen tertentu. Di sisi lain, timbulnya gejala heterokedastisitas dapat diidentifikasi dengan melihat pola yang timbul dalam grafik *scatterplot* antara *Standardized Residual* (SRRESID) dan *Standardized Predicted Values* (ZPRED). Berdasarkan grafik tersebut, bila nilai prediksi tidak membentuk pola tertentu seperti peningkatan atau penurunan nilai residual, maka hal tersebut telah menunjukkan terjadinya keadaan homokedastisitas.

3.3. Definisi Operasional Variabel

3.3.1. Pengeluaran Modal (*Capital Expenditure*)

Pengeluaran modal atau *capital expenditure* adalah pengeluaran dana setiap tahun yang dilakukan manajemen untuk membiayai tambahan aset yang diperlukan guna mendukung pertumbuhan badan usaha sektor jasa yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005.

$$CAPEXP_{it} = \frac{Tot. Ass_t - Tot. Ass_{t-1}}{Tot. Ass_{t-1}}$$

Keterangan :

CAPEXP_{it} = *Capital Expenditure* badan usaha i pada tahun t

Tot.Ass_t = Total aset badan pada usaha tahun t

Tot.Ass_{t-1} = Total aset badan usaha pada tahun sebelumnya (t-1)

3.3.2. Aliran Kas Internal (*Internal Cash Flow*)

Aliran kas internal adalah sejumlah nilai kas yang benar-benar dimiliki oleh badan usaha sektor jasa yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005. Nilai aliran kas badan usaha diperlihatkan oleh nilai perubahan kas badan usaha tersebut untuk setiap tahunnya. Nilai perubahan kas merupakan selisih kas periode ini dengan periode sebelumnya yang dimiliki badan usaha yang tampak dalam neraca (*balance sheet*).

$$ICF_{it} = \frac{Cash_t - Cash_{t-1}}{Cash_{t-1}}$$

Keterangan :

ICF_{it} = *Internal Cash Flow* badan usaha i pada tahun t

Cash_t = Kas badan usaha pada tahun t

Cash_{t-1} = Kas badan usaha pada tahun sebelumnya (t-1)

3.3.3. Kepemilikan Manajer Dalam Badan Usaha (*Insider Ownership*)

Kepemilikan manajer dalam badan usaha adalah proporsi kepemilikan saham oleh manajer dan dewan direksi serta komisaris selaku pengelola badan usaha sektor jasa yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005.

$$IOWN_{it} = \%Man. Own_{it} + \%Com. Own_{it} + \%Oth. Own_{it}$$

Keterangan :

IOWN_{it} = *Insider Ownership* badan usaha i pada periode t

Man.Own_{it} = Besarnya kepemilikan manajer dalam badan usaha i pada tahun t

Com.Own_{it} = Besarnya kepemilikan komisaris dalam badan usaha i pada tahun t

Oth.Own_{it} = Besarnya kepemilikan *other* yang merupakan kumpulan individu dalam badan usaha i yang mempunyai kepemilikan diatas 5% pada tahun t

3.3.4. Tingkat Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Tingkat pembayaran dividen adalah sejumlah dividen yang dibagikan oleh badan usaha sektor jasa yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005 kepada para pemegang saham.

$$DPR_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

Keterangan :

DPR_{it} = *Dividend Payout Ratio* badan usaha i pada tahun t

DPS_{it} = Dividen kas per lembar saham badan usaha i pada tahun t

EPS_{it} = Laba per lembar saham badan usaha i pada tahun t

3.3.5. Intensitas Modal (*Capital Intensity*)

Intensitas modal merupakan besarnya aktiva badan usaha sektor jasa yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005 yang diinvestasikan dalam bentuk aset tetap. Intensitas modal berfungsi sebagai variabel kontrol dalam hal perbedaan kebutuhan properti, pabrik, dan peralatan yang dimiliki badan usaha.

$$CAPINT_{it} = \frac{Fix.Ass_{it}}{Tot.Ass_{it}}$$

Keterangan :

$CAPINT_{it}$ = *Capital Intensity* badan usaha i pada tahun t

$Fix.Ass_{it}$ = Aset tetap badan usaha i pada tahun t

$Tot.Ass_{it}$ = Total aset badan usaha i pada tahun t

3.3.6. Ukuran Badan Usaha (*Firm Size*)

Ukuran badan usaha merupakan pemasukan berupa sumberdaya yang diperoleh badan usaha sektor jasa yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005 dan berasal dari penjualan produk atau penyediaan jasa. Ukuran badan usaha yang dicerminkan oleh nilai penjualan digunakan sebagai variabel kontrol untuk mengontrol dampak peningkatan aliran kas internal dan kepemilikan manajer dalam usaha mempertinggi pengeluaran modal.

$$FSIZE_{it} = \text{LogSales}_{it}$$

Keterangan :

$FSIZE_{it}$ = *Firm Size* badan usaha i pada tahun t

$Sales_{it}$ = Total penjualan badan usaha i pada tahun t

3.4. Metode Analisis Data

Metode yang digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian adalah regresi linier berganda. Regresi linier berganda digunakan untuk menjelaskan varians dari variabel dependen dengan cara memperkirakan kontribusi pada varians variabel ini dari dua atau lebih variabel independen. Model dasar persamaan regresi linier berganda yang akan digunakan dalam penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CAPEXP_{it} = \alpha + \beta_1 ICF_{it} + \beta_2 IOWN_{it} + \beta_3 DPR_{it} + \beta_{c1} CAPINT_{it} + \beta_{c2} FSIZE_{it} + e$$

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Hasil Uji Normalitas dan Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian normalitas yang dilakukan dengan menggunakan *One Kolmogorov-Smirnov Test* menghasilkan nilai *asympt. sig (2-tailed)* sebesar 0,000 untuk semua variabel penelitian, kecuali $CAPINT$ yang memiliki nilai 0,001 dan variabel $FSIZE$ sebesar 0,125. Data dalam penelitian ini memiliki distribusi yang normal karena jumlah data telah melebihi syarat statistik (25 data) sehingga walaupun terdapat beberapa data yang tidak berdistribusi normal akan cenderung berdistribusi normal dengan sendirinya.

Pengujian multikolinieritas dapat diidentifikasi melalui nilai *Variance Influence Factor* (VIF). Nilai VIF variabel ICF adalah sebesar 1,012, 1,076 untuk IOWN, 1,208 untuk DPR, dan 1,033 untuk $CAPINT$ serta 1,138 untuk $FSIZE$. Di sisi lain, nilai *tolerance* yang dihasilkan adalah sebesar 0,989 untuk variabel ICF, 0,930 untuk IOWN, 0,828 untuk DPR, 0,968 untuk $CAPINT$ dan 0,879 untuk $FSIZE$. Seluruh data yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai VIF yang lebih rendah dari 10 dan nilai *tolerance* yang berada dalam rentang yang telah ditentukan. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa data-data tersebut telah terbebas dari gejala multikolinieritas.

Pengujian keberadaan autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai Durbin Watson atas data-data penelitian. Dari hasil pengujian diperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 1,915. Nilai ini berada dalam rentang $1,65 < d < 2,35$; yang merupakan daerah tidak terjadinya autokorelasi, sehingga data penelitian telah terbebas dari gejala autokorelasi. Di sisi lain, dihasilkan *scatterplot* dengan sebaran data yang tidak membentuk suatu pola tertentu, seperti meningkat

atau menurun. Dengan demikian, data dalam penelitian terbebas dari gejala heterokedastisitas dan memenuhi keadaan homokedastisitas.

4.2. Analisis Hasil Regresi

Pengujian dilakukan dengan menggunakan bantuan program *SPSS for Windows Release 15.0* dan hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 1. di bawah ini.

Tabel 1. Ringkasan Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Beta	Nilai t	Sig.
Konstanta (α)	-0,271	-1,259	0,210
ICF	0,270	3,574	0,000 ***
IOWN	-0,106	-1,355	0,178
DPR	0,141	1,707	0,090 *
CAPINT	-0,151	-1,973	0,050 **
FSIZE	0,160	2,000	0,047 **

n = 150 ; R² = 0,188 ; F = 6,668 ; Sig. F = 0,000
Keterangan : ***, **, * berturut-turut signifikan pada level 1%, 5%, 10%

Berdasarkan hasil regresi linier berganda diatas, maka dapat dihasilkan persamaan matematis sebagai berikut:

$$CAPEXP = -0,271 + 0,270ICF - 0,106IOWN + 0,141DPR - 0,151CAPINT + 0,160FSIZE$$

Pada pengujian ini, dihasilkan nilai koefisien determinasi (R²) sebesar 18,8%. Nilai ini mengindikasikan variabel-variabel ICF, IOWN, DPR, CAPINT, dan FSIZE mampu menjelaskan 18,8% perubahan atau variasi dari variabel CAPEXP. Berdasarkan uji F, dihasilkan nilai signifikansi sebesar 0,000 sehingga pengujian tersebut membuktikan adanya pengaruh yang signifikan terhadap variabel CAPEXP bila ICF, IOWN, DPR, CAPINT, dan FSIZE diuji secara serempak. Penelitian Sartono (2001), Manurung dan Ratnaningsih (2005), serta Mansor dan Hamidi (2008) juga menyatakan adanya pengaruh yang signifikan terhadap CAPEXP jika variabel independen diuji secara bersamaan.

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel aliran kas internal (ICF) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,270 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Dengan demikian, variabel ICF terbukti memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap pengeluaran modal (CAPEXP). Dengan demikian, semakin tinggi nilai aliran kas internal dalam badan usaha, maka semakin besar pula nilai pengeluaran modal. Hasil pengujian ini membuktikan berlakunya *Pecking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypothesis* pada badan usaha sektor jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2000-2005. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sartono (2001), serta Mansor dan Hamidi (2008) yang menyatakan bahwa aliran kas internal memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap pengeluaran modal sehingga menguatkan penggunaan *Pecking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypothesis*.

Dalam usaha untuk mengetahui mana diantara kedua hipotesis tersebut yang paling mendominasi, selanjutnya dilakukan pengujian pada variabel kepemilikan manajer dalam badan usaha (*insider ownership*). Berdasarkan pengujian, diketahui bahwa variabel IOWN memiliki hubungan yang negatif terhadap pengeluaran modal, tetapi pengaruhnya tidak signifikan (sig. 17,8%). Dengan demikian, IOWN tidak terbukti memiliki pengaruh yang signifikan pada CAPEXP sekaligus menunjukkan tidak berlakunya *Managerial Hypothesis* pada objek yang diteliti. Hasil pengujian ini diperkuat oleh hasil penelitian yang dilaksanakan oleh Sartono (2001) serta Manurung dan Ratnaningsih (2005).

Hasil pengujian yang menunjukkan tidak adanya pengaruh diantara kedua variabel tersebut disebabkan karena umumnya proporsi kepemilikan manajer dalam badan usaha (*insider ownership*) yang relatif kecil. Hal ini dapat dibuktikan dari Tabel 3.6 diatas, yang menunjukkan bahwa rata-rata nilai IOWN relatif paling rendah jika dibandingkan dengan rata-rata variabel independen lainnya. Hal tersebut menyebabkan manajer berada di pihak pemegang saham minoritas. Sedangkan, keputusan mengenai besarnya pengeluaran modal lebih banyak ditentukan oleh pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu, manajer dengan kepemilikannya yang kecil tidak memiliki hak untuk memutuskan besarnya pengeluaran modal dalam badan usaha sehingga tampak pada hasil pengujian yang tidak signifikan.

Pengujian yang dilakukan pada variabel tingkat pembayaran dividen dan pengeluaran modal menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan (sig. 0,090) diantara kedua variabel tersebut. Namun, koefisien regresi yang dihasilkan dari pengujian tersebut bernilai positif, yaitu sebesar 0,141. Dengan demikian, tingkat pembayaran dividen terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap pengeluaran modal, tetapi dengan korelasi yang positif.

Hubungan positif yang timbul diantara tingkat pembayaran dividen dengan pengeluaran modal tersebut sesuai dengan *Signaling Theory*. Dalam teori ini dinyatakan bahwa badan usaha akan memberikan sinyal-sinyal demi mempertahankan respon yang baik dari publik, serta untuk menunjukkan prospek badan usaha secara umum di masa datang (Pramastuti, 2007).

Tingkat pembayaran dividen yang semakin tinggi menyebabkan adanya persepsi bahwa badan usaha memiliki prospek yang baik di masa yang akan datang, sehingga publik tetap mempercayakan dananya dalam badan usaha. Dengan demikian, dana yang tersedia bagi badan usaha akan semakin besar dan dapat ditanamkan pada berbagai kegiatan investasi. Oleh karena itu, terdapat hubungan yang positif dan pengaruh yang signifikan antara variabel DPR dengan CAPEXP dalam badan usaha.

Variabel intensitas modal (CAPINT) berpengaruh secara signifikan (sig. 0,050) terhadap CAPEXP. Dengan demikian, intensitas modal terbukti memiliki hubungan yang negatif dan pengaruh yang signifikan terhadap variabel pengeluaran modal. Peningkatan intensitas modal akan diikuti dengan semakin rendahnya nilai pengeluaran modal dalam badan usaha. Hasil pengujian ini sekaligus mendukung penggunaan intensitas modal sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini.

Ukuran badan usaha yang semakin besar akan membutuhkan dukungan sumberdaya yang semakin besar pula, sehingga tingkat pengeluaran modalnya semakin tinggi, demikian pula sebaliknya (Waluyo dan Ka'aro, 2001 serta Barton, 1999 dalam Manurung dan Ratnaningsih, 2005). Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh yang positif antara ukuran badan usaha dengan pengeluaran modal. Jadi, adanya peningkatan pada ukuran badan usaha akan diikuti dengan peningkatan pula pada pengeluaran modal. Hasil pengujian menunjukkan bahwa FSIZE memiliki hubungan positif dan pengaruh yang signifikan terhadap CAPEXP, yang diperlihatkan oleh nilai signifikansi sebesar 0,047 dan koefisien regresi sebesar 0,160. Pengujian ini membuktikan bahwa variabel ukuran badan usaha tepat digunakan sebagai variabel kontrol.

Hubungan positif dan pengaruh signifikan (sig. 0,000) yang timbul pada pengujian antara variabel aliran kas internal (ICF) dengan variabel pengeluaran modal (CAPEXP) menunjukkan berlakunya *Pecking Order Hypothesis* dan *Managerial Hypothesis* pada objek penelitian. Namun, setelah dilakukan pengujian pada variabel berikutnya, yaitu variabel kepemilikan manajer dalam badan usaha (IOWN) dengan CAPEXP, diketahui bahwa terjadi pengaruh yang tidak signifikan (sig. 0,178) diantara kedua variabel tersebut. Hasil pengujian ini mengindikasikan tidak terbuktinya penggunaan *Managerial Hypothesis* sehingga sekaligus mendukung berlakunya *Pecking Order Hypothesis* pada objek yang diteliti. Indikasi penggunaan *Pecking Order Hypothesis* diperkuat oleh hasil uji variabel independen berikutnya, yaitu antara tingkat pembayaran dividen (DPR) dengan variabel CAPEXP. Hasil pengujian kedua variabel tersebut menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan (sig. 0,090) sehingga memastikan

penggunaan *Pecking Order Hypothesis* pada badan usaha sektor jasa yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005.

Pecking Order Hypothesis menyatakan bahwa manajer akan memilih tingkat pengeluaran modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan manajer tersebut atas saham badan usaha (Myers, 1984, Myers dan Majluf, 1984 dalam Sartono, 2001). Oleh karena itu, pemberian insentif kepada manajer badan usaha sektor jasa yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2005 dengan tujuan mengurangi kecenderungan manajer melakukan investasi secara berlebihan dianggap tidak diperlukan.

5. Kesimpulan dan Saran

Hasil pengujian data penelitian mendukung penggunaan *Pecking Order Hypothesis* (POH) pada badan usaha sektor jasa yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2000-2005 dan sekaligus menolak penggunaan *Managerial Hypothesis* pada badan usaha-badan usaha tersebut. Dengan demikian, dalam melakukan pengeluaran modal, badan usaha selalu mengutamakan penggunaan dana internal, kemudian diikuti dengan dana yang berasal dari utang, dan yang menjadi pilihan terakhir adalah menggunakan penerbitan ekuitas baru sesuai dengan prinsip *Pecking Order Hypothesis* itu sendiri. Hal ini sekaligus menunjukkan bahwa para manajer badan usaha di Indonesia tidak menyukai resiko. Di samping itu, hasil penelitian ini juga mengindikasikan tidak terbuktinya dugaan mengenai adanya konflik kepentingan antara manajer dan para pemegang saham dalam menentukan besarnya pengeluaran modal dalam badan usaha.

Berdasarkan hasil penelitian yang membuktikan berlakunya *Pecking Order Hypothesis* dalam badan usaha sektor jasa, maka pada penerapannya, kebijakan pemberian insentif berupa kepemilikan badan usaha kepada manajer dengan tujuan untuk mengurangi kecenderungan tindakan investasi yang cenderung berlebihan, tidak efektif dilakukan di Indonesia. Dalam menanamkan dana, para investor harus mempertimbangkan ketersediaan jumlah *internal cash flow* badan usaha yang bersangkutan. Hal ini disebabkan karena menurut *Pecking Order Hypothesis*, *internal cash flow* akan digunakan manajer sebagai dasar untuk membuat keputusan pengeluaran modal (Myers dan Majluf, 1984 dalam Sartono, 2001). Oleh karena itu, akan lebih baik bila calon investor menanamkan dana pada badan usaha dengan *cash flow* yang tinggi.

Pecking Order Hypothesis tidak mampu menjelaskan tingkat hutang yang optimal bagi badan usaha. Padahal, hal ini penting karena hutang yang semakin tinggi akan menyebabkan resiko kebangkrutan badan usaha dan resiko kerugian pemegang saham semakin tinggi pula. Oleh karena itu, manajer keuangan harus dapat mengetahui dan menetapkan tingkat hutang yang optimal bagi badan usaha.

Saran yang dapat diberikan bagi penelitian selanjutnya adalah dengan menambah variabel independen yang belum tercakup dalam penelitian ini. Dengan penambahan jumlah variabel independen dalam penelitian tersebut, diharapkan variabel dependen dapat dijelaskan dengan lebih baik.

Daftar Pustaka

- Mansor, Noorhayati dan Masyhuri Hamidi, 2008, Capital Expenditure Decisions Of Malaysian Listed Companies, *Proceedings of The MFA Conference 2008*.
- Manurung, Amran dan Stephana Dyah Ratnaningsih, 2005, Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Pembelanjaan Modal (Studi Empiris Terjadinya *Pecking Order Hypothesis* atau *Managerial Hypothesis* Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Visi* Vol. 13 (1), halaman 54-63.

- McConnell, J. J dan Muscarella, C. J., 1985, Corporate Capital Expenditures Decisions And The Market Value Of The Firm, *Journal Of Financial Economics*, Vol. 14 (September), pp. 399-422.
- Pramastuti, Suluh, 2007, Analisis Kebijakan Dividen : Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypothesis.”
- Sartono, Agus, 2001. Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer Dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypothesis Atau Pecking Order Hypothesis?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol. 16, No. 1, halaman 54-63.
- Yuniningsih, 2002, Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi pada Persyahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September 2002.