

**INFORMASI ASIMETRI DAN KONTROL MANAJEMEN:  
ANALISIS KEPEKAAN INVESTASI DAN *LEVERAGE*  
TERHADAP PEMILIHAN SUMBER-SUMBER PENDANAAN**



**Oleh:**

**Hermeindito**

**UNIVERSITAS GADJAH MADA**

**YOGYAKARTA**

**2004**

**INFORMASI ASIMETRI DAN KONTROL MANAJEMEN:  
ANALISIS KEPEKAAN INVESTASI DAN *LEVERAGE*  
TERHADAP PEMILIHAN SUMBER-SUMBER PENDANAAN**

Disertasi untuk memperoleh  
derajat Doktor Ilmu Ekonomi Manajemen pada  
Universitas Gadjah Mada

Dipertahankan di hadapan  
Dewan Penguji Program Pascasarjana  
Universitas Gadjah Mada Yogyakarta  
pada tanggal: 14 Agustus 2004

**Oleh**  
**Hermeindito**

lahir  
di Surabaya

**PERSETUJUAN  
OLEH TIM PROMOTOR**



**Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, MBA.**  
Promotor



**Dr. Jogyanto Hartono M., MBA.**  
Ko-Promotor



**Dr. Mamduh M. Hanafi, MBA.**  
Ko-Promotor

## PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Yogyakarta, 14 Agustus 2004

A handwritten signature in black ink, consisting of a series of connected loops and lines, positioned above the name Hermeindito.

Hermeindito

## PRAKATA

Penulis mengucapkan syukur kepada Tuhan Yang Maha Pengasih atas berkat dan anugerah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul *Informasi Asimetri dan Kontrol Manajemen: Analisis Kepekaan Investasi dan Leverage terhadap Pemilihan Sumber-sumber Pendanaan*. Disertasi ini ditulis untuk memenuhi persyaratan akhir studi jenjang Strata-3, Program Ilmu Ekonomi, Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada Yogyakarta. Penulis menyadari bahwa tanpa KaruniaNya, upaya untuk mendapatkan gelar Doktor (secara spesifik Doktor bidang keuangan) tidak dapat tercapai.

Dalam proses penyelesaian studi ini, penulis mendapatkan banyak bantuan dan dukungan dari berbagai pihak baik secara materi maupun secara moril. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terimakasih kepada:

1. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, MBA sebagai promotor, Dr. Jogiyanto Hartono M., MBA., Akt. sebagai kopromotor, dan Dr. Mamduh M. Hanafi, MBA. sebagai kopromotor. Penulis juga menaruh rasa hormat yang setinggi-tingginya kepada beliau bertiga yang dengan penuh kesabaran dan perhatian berkenan menyediakan waktu untuk memberikan bimbingan, pengarahan, dan nasehat selama proses penulisan proposal sampai penyelesaian penulisan disertasi ini.
2. Prof. Dr. Marwan Asri, MBA., Dr. Suwardjono, M.Sc., Dr. Erni Ekawati, MBA., MSA., sebagai penilai sekaligus penguji kelayakan disertasi. Penulis merasakan beliau bertiga berkontribusi sangat besar melalui saran dan masukan-masukan yang berharga dalam proses penyempurnaan penulisan disertasi ini.
3. Dr. Suad Husnan, MBA., dan Dr. R. Agus Sartono, MBA., sebagai penguji yang berkenan memberikan masukan dalam penyempurnaan disertasi ini. Penulis merasakan beliau berdua sangat terbuka dan antusias dalam memberikan tanggapan dan perbaikan selama penyempurnaan penulisan disertasi ini.
4. Prof. Dr. Sulistyono, MBA (Alm), Prof. Dr. Kunto Wibisono, Prof. Dr. Djamaludin Ancok, M.Sc. dan Dr. Hani Handoko, MBA. yang menyediakan dasar-dasar pemikiran baik yang bersifat kuantitatif maupun kualitatif sehingga meningkatkan wawasan dan kemampuan penulis dalam bidang penelitian dan pengajaran.

5. Program Doktor dan Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, khususnya kepada semua dosen yang telah memberikan bekal ilmu dan kepada semua karyawan yang telah banyak membantu penulis dalam administrasi selama penulis menempuh studi di program tersebut. Ketersediaan data keuangan (database keuangan) yang dapat diakses dari Program Doktor dan Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta sangat membantu penulis untuk mempercepat pengumpulan data dengan biaya yang sangat efisien.
6. Pengelola dan staf *Indonesian Security Market Database* Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, I Wayan Nuka Lantara, SE., M.Si. beserta staf yang membantu menyediakan data pasar modal untuk penelitian disertasi ini.
7. PT. Bursa Efek Jakarta, PT. Bursa Efek Surabaya, yang menyediakan data keuangan perusahaan publik baik melalui fasilitas perpustakaan maupun *data online* yang dapat diakses melalui internet. Terimakasih kepada para staf perusahaan tersebut, terutama staf perpustakaan dan database keuangan yang membantu penulis selama pencarian dan pengumpulan data keuangan.
8. Yayasan Widya Mandala yang memberikan dukungan keuangan dalam penyelesaian studi S3. Ucapan terimakasih juga ditujukan kepada Rektor dan Wakil-wakil Rektor Universitas Widya Mandala Surabaya, Dekan, Wakil Dekan, dan para staf Fakultas Ekonomi Universitas Widya Mandala Surabaya yang memberikan dorongan dukungan untuk menempuh dan menyelesaikan studi S3 ini.
9. Penyelenggara beasiswa program BPPS yang memberikan bantuan keuangan kepada mahasiswa.
10. Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta yang memberikan kesempatan kepada penulis untuk mengajar sebagai dosen luar biasa di program S1 reguler maupun program S1 Swadaya. Kesempatan ini juga sangat membantu penulis baik dalam hal dukungan keuangan maupun pengalaman mengajar dalam situasi yang sangat kondusif.
11. Bapak Putu Anom Mahadwartha., Ibu F.R Ninik Yudianti, Bapak Yohanes Eko Lo, sebagai teman mahasiswa yang banyak membantu baik dalam saling bagi data maupun masukan-masukan dalam penyelesaian penulisan disertasi. Ucapan terimakasih juga ditujukan kepada teman-teman mahasiswa S3 diantaranya Bapak Supriyatna, Ibu Mutamimah, Ibu Fifi Swandari, Ibu Nur Fajrih Asyik, Bapak Andreas Lako, Bapak Hamid Habe, Bapak Dedy Marciano, Bapak Gagarin Pagalung, Bapak Syukri Abdulah, Ibu Khomsyah yang telah banyak membantu penulis selama studi baik melalui diskusi-diskusi maupun saling-bagi materi untuk keperluan studi maupun penulisan disertasi.
12. Sdri. Debora Wintriarsi, Sdri. Andina Setyowati, Sdri. D. Puspawati E.A.N, Sdri. Rizka Ainaeni, Sdri. Sicilia Yessi Kurniawati, Sdr. Himawan Andi, mahasiswa S1 Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, yang membantu dalam pengumpulan dan pemasukan data.

13. Semua pihak yang membantu penulis dalam menyelesaikan studi dan penulisan disertasi.

*The last but not least*, penulis mengucapkan terimakasih kepada keluarga, terutama kepada anakku Kristina Andita Pradani dan istriku Any Saray yang dengan penuh kesabaran dan pengertian memberikan dukungan, perhatian, dan doa selama penulis menempuh serta mengalami masa-masa sulit dalam menyelesaikan studi S3. Ucapan terimakasih juga penulis sampaikan kepada kedua orang tuaku Bapak Silas Kaaro (Alm) dan Ibu Nifsijah S., serta Bapak dan Ibu mertuaku Bapak J.E. Wardi dan Ibu Sarinah Elisabeth. Mereka semua telah memberikan dukungan yang sangat besar kepada penulis baik dalam doa maupun perhatian, bantuan lainnya.

Penulis mengharapkan agar hasil penelitian disertasi ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan bidang keuangan di Indonesia. Penulis minta maaf kepada semua pihak yang terkait atas segala kekurangan dan kekhilafan selama menempuh studi dan menyelesaikan penulisan disertasi ini.

Yogyakarta, September 2004

Penulis,

Hermeindito

## DAFTAR ISI

	Halaman
LEMBAR PERSETUJUAN OLEH TIM PROMOTOR .....	ii
LEMBAR PERNYATAAN .....	iii
PRAKATA .....	iv
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL .....	xi
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiv
DAFTAR SINGKATAN DAN ISTILAH .....	xv
INTISARI .....	xvii
ABSTRACT .....	xviii
<b>BAB 1 PENGANTAR</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Permasalahan Penelitian .....	11
1.3. Keaslian Penelitian .....	12
1.4. Motivasi Penelitian .....	14
1.5. Kontribusi Penelitian .....	15
1.6. Tujuan Penelitian .....	18
1.7. Lingkup Penelitian .....	19
<b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA DAN LANDASAN TEORI</b>	<b>21</b>
2.1. Tinjauan Pustaka .....	21
2.1.1. Hubungan <i>Leverage</i> dan Investasi .....	21
2.1.2. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Keputusan Investasi .....	27
2.1.3. Peluang Investasi: Investasi-lebih (IL) dan Investasi-kurang (IK) .....	34
2.1.4. Kendala Pendanaan Tinggi dan Ketersediaan Modal Internal .....	39
2.2. Tinjauan Studi Empiris .....	46
2.2.1. Pengaruh Keputusan Pendanaan dan <i>Leverage</i> terhadap Investasi .....	46
2.2.2. Pengaruh Keputusan Investasi dan Variabel lain terhadap <i>Leverage</i> .....	52
2.2.3. Analisis Interdependensi Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan .....	57



2.3. Ringkasan dan Simpulan Tinjauan Pustaka	60
2.4. Landasan Teori .....	64
2.4.1. Kombinasi Peluang Investasi dan Kendala Pendanaan .....	65
2.4.2. Model Konseptual Penelitian .....	69
2.5. Perumusan Hipotesis .....	72
2.5.1. Pengaruh Modal Internal terhadap Investasi .....	72
2.5.2. Pengaruh Modal Utang terhadap Investasi .....	77
2.5.3. Pengaruh Modal Internal terhadap <i>Leverage</i> .....	81
2.5.4. Pengaruh Modal Utang terhadap <i>Leverage</i> .....	86
2.5.5. Saling Keterkaitan antara Keputusan Investasi dan <i>Leverage</i> .....	90
<b>BAB 3 METODE PENELITIAN</b>	<b>92</b>
3.1. Data dan Sampel Penelitian .....	92
3.1.1. Data dan Sampel .....	92
3.1.2. Klasifikasi Sampel Berdasarkan Status Investasi .....	94
3.1.3. Hasil Klasifikasi Sampel Berdasarkan Prediksi Peluang Investasi .....	99
3.1.4. Klasifikasi Sampel Berdasarkan Kendala Pendanaan	103
3.1.5. Hasil Klasifikasi Sampel Berdasarkan Kendala Pendanaan .....	105
3.1.6. Klasifikasi Sampel Berdasarkan Kombinasi Status Investasi dan Status Kendala Pendanaan .....	107
3.1.7. Hasil Klasifikasi Sampel Berdasarkan Kombinasi Status Investasi dan Status Kendala Pendanaan .....	107
3.2. Definisi Operasional Variabel .....	109
3.2.1. Pengukuran Variabel Utama .....	110
3.2.2. Pengukuran Variabel Eksogenus Pendukung dan Variabel Kontrol .....	112
3.2.3. Hasil Statistik Deskriptif Variabel Penelitian .....	115
3.3. Teknik Analisis .....	124
3.3.1. Model Tanpa Kondisi Peluang Investasi dan Kendala Pendanaan .....	124
3.3.2. Model Berdasarkan Status Investasi .....	125
3.3.3. Model Berdasarkan Status Kendala Pendanaan .....	126
3.3.4. Model Berdasarkan Kombinasi Status Investasi dan Status Kendala Pendanaan .....	128
3.3.5. Model Non Linear Persamaan Investasi dan <i>Leverage</i> .....	129
3.3.6. Hasil Pengujian Model Simultanus .....	130

<b>BAB 4 ANALISIS HASIL PENELITIAN</b>	<b>133</b>
4.1. Pengujian Hipotesis A .....	133
4.2. Pengujian Hipotesis B .....	135
4.3. Pengujian Hipotesis C .....	139
4.4. Pengujian Hipotesis D .....	143
4.5. Pengujian Hipotesis 5 dan Efek Non Linear pada Hipotesis 1d dan 4d .....	148
4.6. Efek Variabel Lain dan Analisis Sensitivitas pada Model Investasi dan Model Leverage .....	151
4.6.1. Efek Variabel Lain terhadap Investasi .....	151
4.3.8. Efek Variabel Lain terhadap <i>Leverage</i> .....	152
4.3.9. Persamaan Simultanus Investasi dan <i>Leverage</i> dengan Variabel Kontrol .....	152
<b>BAB 5 PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN</b>	<b>154</b>
5.1. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Modal Internal dan Aliran Kas Utang terhadap Investasi .....	154
5.1.1. Pengaruh Modal Internal terhadap Investasi .....	154
5.1.2. Pengaruh Modal Utang terhadap Investasi .....	161
5.2. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Modal Internal dan Modal Utang terhadap <i>Leverage</i> .....	164
5.2.1. Pengaruh Modal Internal terhadap <i>Leverage</i> .....	164
5.2.2. Pengaruh Modal Utang terhadap <i>Leverage</i> .....	170
5.3. Pembahasan Hasil Analisis Hubungan Nonlinear antara Investasi dan <i>Leverage</i> .....	173
5.4. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Variabel Pendukung dan Variabel Kontrol dalam Model Analisis .....	175
5.4.1. Pengaruh Variabel Pendukung terhadap Investasi ....	175
5.4.2. Pengaruh Variabel Pendukung terhadap <i>Leverage</i> ...	176
5.4.3. Kepekaan Model Analisis terhadap Variabel Kontrol .....	177
5.5. Relevansi Teori Urutan Pematukan Modal dan Teori Saling Tukar ( <i>Trade-off</i> ) di Indonesia .....	178
5.5.1. Struktur Kepemilikan Perusahaan .....	178
5.5.2. Kondisi Efisiensi Pasar Modal di Indonesia .....	180
5.5.3. Kondisi Keuangan Perusahaan .....	181
<b>BAB 6 SIMPULAN DAN SARAN</b>	<b>183</b>
6.1. Simpulan .....	183
6.2. Implikasi Hasil Penelitian .....	188
6.2.1. Implikasi Hasil Penelitian dalam Pengembangan Teori Keuangan .....	188

6.2.2. Implikasi Hasil Penelitian bagi Manajer Perusahaan	189
6.2.3. Implikasi Hasil Penelitian bagi Investor .....	192
6.3. Keterbatasan Penelitian .....	193
6.3.1. Penyimpangan Asumsi Estimasi Peluang Investasi	194
6.3.2. Perbedaan Estimasi Peluang Investasi .....	194
6.3.3. Perbedaan Kendala Pendanaan dan Kesulitan Keuangan .....	196
6.3.4. Perbedaan Tingkat Kepemilikan Perusahaan oleh Institusi .....	197
6.3.5. Kontrol Hasil Penelitian terhadap Ukuran Perusahaan .....	197
6.3.6. Penjelasan Konseptual tentang Investasi-Lebih .....	198
6.4. Penelitian Anjuran .....	198
6.4.1. Isu Estimasi dan Proksi Peluang Investasi .....	198
6.4.2. Isu Pengukuran Kendala Pendanaan yang Mencerminkan Informasi Asimetri .....	200
6.4.3. Isu Kepemilikan Perusahaan oleh Institusi dan Isu Pemilik Mayoritas dan Minoritas .....	201
6.4.4. Isu Perubahan Ekuitas .....	201
6.4.5. Isu Kajian Teori Struktur Modal .....	202
6.4.6. Isu Konflik antara Pemegang Saham dan Pemegang Obligasi .....	202
6.4.7. Analisis Keputusan Keuangan secara Integratif .....	203
RINGKASAN	204
SUMMARY	241
DAFTAR PUSTAKA	274
LAMPIRAN	280

## DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 1.1	Matriks Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Status Kendala Pendanaan dan Status Peluang Investasi .....	17
Tabel 2.1	Perbedaan Sudut Pandang Teori Urutan Pematukan Modal dan Teori Keagenan tentang Aliran Kas Bebas mengenai Perbedaan Investasi-Lebih dan Investasi-Kurang .....	35
Tabel 2.2	Perbedaan Sudut Pandang Teori Urutan Pematukan Modal dan Teori Keagenan Tentang Aliran Kas Bebas mengenai Kendala Pendanaan atau Ketersediaan Modal Internal .....	42
Tabel 2.3	Identifikasi Karakteristik Perusahaan .....	66
Tabel 2.4	Dampak Modal Internal terhadap Investasi .....	76
Tabel 2.5	Dampak Modal Utang terhadap Investasi .....	80
Tabel 2.6	Dampak Modal Internal terhadap <i>Leverage</i> .....	85
Tabel 2.7	Dampak Modal Utang terhadap <i>Leverage</i> .....	89
Tabel 3.1	Klasifikasi dan Simbol Subsampel Penelitian .....	94
Tabel 3.2	Pengukuran Variabel Proksi Peluang Investasi .....	96
Tabel 3.3	Hasil Analisis Korelasi Pertumbuhan Aset Tetap dengan Peluang Investasi .....	100
Tabel 3.4	Hasil Pengestimasi Model Peluang Investasi .....	101
Tabel 3.5	Hasil Klasifikasi Sampel Berdasarkan Status Investasi .....	102
Tabel 3.6	Pengukuran Variabel Proksi Kendala Pendanaan .....	105
Tabel 3.7	Hasil Analisis Model Prediksi Kendala Pendanaan .....	106
Tabel 3.8	Hasil Klasifikasi Silang Sampel Berdasarkan Status Investasi (Lebih dan Kurang) dan Kendala Pendanaan (Rendah dan Tinggi) .....	108
Tabel 3.9	Simbol dan Ringkasan Pengukuran Variabel Penelitian .....	115
Tabel 3.10	Hasil Perhitungan Statistik Deskriptif Variabel Penelitian .....	116
Tabel 3.11	Perumusan Hipotesis A .....	125
Tabel 3.12	Perumusan Hipotesis B .....	126
Tabel 3.13	Perumusan Hipotesis C .....	127
Tabel 3.14	Perumusan Hipotesis D .....	129
Tabel 3.15	Hasil Pengujian Model Simultanus .....	132
Tabel 4.1	Hasil Analisis Model Persamaan Simultanus Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Sampel Total .....	134

Tabel 4.2	Hasil Analisis Model Persamaan Simultanus Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Status Investasi .....	136
Tabel 4.3	Hasil Analisis Model Persamaan Simultanus Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Status Kendala Pendanaan .....	140
Tabel 4.4	Hasil Analisis Model Persamaan Simultanus Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Kombinasi Status Investasi dan Kendala Pendanaan .....	144
Tabel 4.5	Hasil Pengujian Ekualitas Dua Koefisien Regresi dengan Uji t .....	145
Tabel 4.6	Hasil Analisis Model Linear, Model Nonlinear, dan Model-Model Kontrol dalam Analisis Investasi dan <i>Leverage</i> .....	149
Tabel 5.1	Struktur Kepemilikan Perusahaan Sampel .....	179
Tabel 6.1	Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian .....	185

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Hubungan <i>Leverage</i> dan Nilai Saham Perusahaan .....	24
Gambar 2.2 Model Kerangka Berpikir Penelitian .....	70

## DAFTAR LAMPIRAN

### LAMPIRAN 1: MODEL KOYCK DAN PERSAMAAN EULER

### LAMPIRAN 2: DAFTAR SAMPEL PENELITIAN

Tabel L2.1	Daftar Perusahaan Sampel (Sampel Total)
Tabel L2.2	Kelompok Sampel Perusahaan Investasi-lebih dan Kendala Pendanaan Rendah (ILKPR)
Tabel L2.3	Kelompok Sampel Perusahaan Investasi-lebih dan Kendala Pendanaan Tinggi (ILKPT)
Tabel L2.4	Kelompok Sampel Perusahaan Investasi-kurang dan Kendala Pendanaan Rendah (IKKPR)
Tabel L2.5	Kelompok Sampel Perusahaan Investasi-kurang dan Kendala Pendanaan Tinggi (IKKPT)

### LAMPIRAN 3: HASIL-HASIL ANALISIS PERSAMAAN SIMULTANUS

Tabel L3.1	Uji Simultanitas Hausman
Tabel L3.2	Model Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Sampel Total
Tabel L3.3	Model Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Status Investasi
Tabel L3.4	Model Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Status Kendala Pendanaan
Tabel L3.5A	Model Investasi dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Kombinasi Status Investasi dan Status Kendala Pendanaan

### UJI T UNTUK PENGUJIAN DUA KOEFISIEN REGRESI

Tabel L3.5B1	Varian dan Kovarian Koefisien Modal Internal dan Modal Utang dalam Persamaan Regresi Investasi
Tabel L3.5B2	Varian dan Kovarian Koefisien Modal Internal dan Modal Utang dalam Persamaan Regresi <i>Leverage</i>
Tabel L3.6	Model Nonlinear Investasi dan <i>Leverage</i>
Tabel L3.7	Model Investasi dan <i>Leverage</i> dengan Variabel Kontrol Kepemilikan Manajerial
Tabel L3.8	Model Investasi dan <i>Leverage</i> dengan Variabel Kontrol Kepemilikan Institusional Terbesar
Tabel L3.9	Model Investasi dan <i>Leverage</i> dengan Variabel Kontrol Aliran Kas Ekuitas

## DAFTAR SINGKATAN DAN ISTILAH

Istilah	Keterangan
<b>1. Singkatan Teori Utama</b>	
Teori UPM	Teori urutan pematukan modal ( <i>pecking order theory</i> )
Teori keagenan AKB	Teori keagenan tentang aliran kas bebas ( <i>agency cost of free cash flow</i> )
<b>2. Singkatan Status Karakteristik Perusahaan</b>	
IL	Investasi-lebih ( <i>over-investment</i> ): Perusahaan dengan investasi aktual lebih tinggi dari prediksi peluang investasi.
IK	Investasi-kurang ( <i>under-investment</i> ): Perusahaan dengan investasi aktual lebih rendah dari prediksi peluang investasi.
KPR	Kendala pendanaan rendah (tercermin dari dividen tinggi).
KPT	Kendala pendanaan tinggi (tercermin dari dividen rendah).
ILKPR	Investasi-lebih dan kendala pendanaan rendah.
ILKPT	Investasi-lebih dan kendala pendanaan tinggi.
IKKPR	Investasi-kurang dan kendala pendanaan rendah.
IKKPT	Investasi-kurang dan kendala pendanaan tinggi.
<b>3. Singkatan Variabel-variabel Utama Penelitian</b>	
INV	Investasi
LEV	<i>Leverage</i>
AKO	Aliran kas operasi (Modal internal)
AKU	Aliran kas utang (Modal utang)
PUB	Perubahan utang berbeban bunga (Modal utang)
PMK	Perubahan modal kerja
MLB	Margin laba bersih
STBA	Stabilitas aset
PLD	Perubahan laba ditahan
RIP	Risiko investasi perusahaan
STRA	Struktur aset
<b>4. Singkatan Variabel-variabel Kontrol Penelitian</b>	
DKM	<i>Dummy</i> kepemilikan manajerial (proksi kontrol kepemilikan:).
KIT	Kepemilikan institusional terbesar (proksi kontrol kepemilikan:).
DAKE	<i>Dummy</i> aliran kas ekuitas (kontrol alternatif pendanaan).



<b>5. Singkatan Variabel-variabel Dimensi Peluang Investasi</b>	
PA	Pertumbuhan aset tetap aktual
NPA/NBA	Nilai pasar aset dibagi nilai buku aset. Nilai pasar aset adalah nilai pasar ekuitas ditambah dengan nilai buku utang.
QCP	Nilai Q dengan pendekatan Chung dan Pruit.
LPS/HS	Laba per saham dibagi harga saham.
AKP/NPA	Aliran kas pendanaan dibagi nilai pasar ekuitas ditambah dengan nilai buku utang atau nilai pasar aset.
BETAM	Beta sebelum dikoreksi.
BETASW	Beta setelah koreksi dengan teknik Scholes dan William.
<b>6. Singkatan Variabel-variabel Dimensi Kendala Pendanaan</b>	
DIV	Kebijakan dividen dinyatakan dalam variabel <i>dummy</i> , 1 untuk perusahaan yang membayar dividen, 0 untuk yang lainnya.
PROFIT	<i>Return on asset</i> .
PLB	Perubahan laba bersih.
SLACK	<i>Slack</i> keuangan dibagi aset total.
LD	Laba ditahan dibagi aset total.
<b>6. Singkatan Teknik Analisis</b>	
GMM	<i>Generalized Method of Moment</i>

## INTISARI

Penelitian ini menguji kepekaan investasi dan *leverage* perusahaan terhadap modal internal dan perubahan utang. Prediksi-prediksi kepekaan-kepekaan tersebut diturunkan dari informasi asimetri (dalam pasar kredit) pada teori urutan pematukan modal (*pecking order*) atau hierarki pendanaan lawan kontrol manajemen dalam teori keagenan aliran kas bebas. Kedua teori memiliki prediksi yang berbeda mengenai hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan karena status atau karakteristik perusahaan berdasarkan tingkat peluang investasi dan tingkat kendala keuangan yang mereka hadapi.

Sampel dalam studi ini adalah perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan menyediakan data laporan keuangan tahunan sejak 1994 hingga 2002 secara berurutan. Data final dalam studi ini adalah periode analisis 1998 hingga 2002. Sampel dibagi menjadi empat subsampel berdasarkan tingkat peluang investasi dan kendala pendanaan perusahaan. Penelitian ini menggunakan model persamaan simultan untuk investasi dan *leverage*. Analisis sensitivitas juga dilakukan dengan mempertimbangkan tiga variabel kontrol yang meliputi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional terbesar, dan aliran kas ekuitas.

Hasil analisis menunjukkan bahwa perilaku manajer dalam membuat keputusan investasi-lebih sesuai dengan prediksi teori urutan pematukan modal daripada teori keagenan aliran kas bebas. Hasil penelitian empiris sesuai prediksi teori urutan pematukan modal bahwa keputusan investasi perusahaan dengan investasi-lebih dan kendala pendanaan tinggi terbukti lebih sensitif terhadap modal internal daripada keputusan investasi perusahaan dengan investasi-kurang dan kendala pendanaan rendah. Hasil penelitian empiris juga sesuai prediksi teori urutan pematukan modal bahwa keputusan investasi perusahaan dengan investasi-lebih dan kendala pendanaan rendah terbukti lebih sensitif terhadap perubahan utang daripada keputusan investasi perusahaan dengan investasi-kurang dan kendala pendanaan tinggi.

Hasil penelitian empiris juga sesuai prediksi teori urutan pematukan modal bahwa *leverage* perusahaan dengan investasi-lebih dan kendala pendanaan rendah terbukti lebih sensitif terhadap modal utang daripada keputusan investasi perusahaan dengan investasi-kurang dan kendala pendanaan rendah. Teori urutan pematukan modal kurang mampu menjelaskan hubungan modal internal dengan *leverage*. Teori saling tukar (*trade-off*) menyediakan alasan mengapa manajer tidak selalu berperilaku seperti prediksi teori urutan pematukan modal.

Hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan juga dapat dijelaskan melalui teori saling tukar. Penelitian ini juga menemukan bahwa terdapat hubungan nonlinear antara keputusan investasi dan keputusan *leverage* (berbentuk U terbalik) sesuai prediksi teori saling tukar. Analisis sensitivitas dengan memasukkan setiap variabel kontrol dalam model utama tidak berdampak signifikan terhadap hubungan antar keputusan keuangan tersebut. Selain itu, penelitian ini juga menemukan kepemilikan institusional terbesar dan aliran ekuitas terbukti mempengaruhi keputusan investasi. Semua variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap keputusan *leverage*.

## ABSTRACT

This study examines investment and leverage sensitivities of the firms on internal cash flow and debt change. The sensitivities predictions are derived from assymetry information (in credit market) in pecking order theory versus management control in agency theory of internal free cash flow. The two theories have different predictions about the relationship between investment and financing decisions due to the level of investment opportunity and financial constraint status of the firms.

Sample in this study are non financial sector companies listed on the Jakarta Stock Exchange and providing annual financial reports data from 1994 through 2002 consecutively. Final data in this study are based on period of analysis of 1998 through 2002. The sample are divided into four sub samples based on investment opportunity and financing constraint status of the firms. This study use simultaneous equation model of investment and leverage. The sensitivity are also conducted to the model by employed three control variables: managerial ownership, the larger institutional ownership, and equity cash flow.

The results of this study show that managerial behaviors in making investment decision are likely follow the prediction of pecking order theory rather than agency theory of free cash flow. The results confirm the prediction of pecking order theory that investment decision of firms that are over-investment and likely financial constrained are more sensitive to internal cash flow than those of under-investment and likely not financial constrained firms. The results also confirm the prediction of pecking order theory that investment decision of firms that over-investment and likely not financial constrained are more sensitive to debt cash flow than those of under-investment and likely financial constrained firms.

The results also confirm the prediction of pecking order theory that leverage decision of firms that are over-investment and likely not financial constrained are more sensitive to debt change than those of under-investment and likely financial constrained firms. However, the pecking order theory cannot robustly explain the relationship between internal cash flow and leverage decision. Trade-off theory of bankruptcy risk and tax shield provide the reason why manager do not always behave as pecking order theory predicted.

The relationship between investment decision and financing decision also can be explained by the trade-off theory. This study also find that there is nonlinear relationship between investment and leverage decision (U-inverse) as trade-off theory predicted. The sensitivity analysis by including each control variable in the main model has no significant impact on these relationships. Further more, this study find that the effect of larger institutional ownership and equity cash flow on investment are statistically significant. All control variable has no significant impact on leverage.