

**Arus Kas, Kendala Pendanaan, Mispricing, Dan Investasi: Study Empiris Pada Bursa Efek Indonesia**

**Risal Rinofah**

Staff Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa

**Weny Fitria**

Alumi Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Arus Kas, Kendala Pendanaan, *Mispricing* terhadap investasi. Dengan menggunakan model regresi data panel dan observasi data selama lima tahun, penelitian ini menemukan bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap tingkat investasi perusahaan dan perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (*KPT*) memiliki sensitifitas pengaruh arus kas terhadap investasi yang lebih besar daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (*KPR*). Selain itu, perubahan yang terjadi pada harga pasar saham (*Mispricing*) perusahaan juga memiliki dampak positif terhadap tingkat investasi perusahaan. Kata kunci : *Arus kas, Investasi, Kendala Pendanaan, Mispricing*.

**PENDAHULUAN**

Investasi dalam sebuah perusahaan merupakan salah satu hal yang penting karena dengan adanya investasi maka ada kemungkinan pengembangan bagi perusahaan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar. Keputusan investasi berhubungan dengan keputusan pendanaan. Dalam hal ini, sebelum memutuskan untuk melakukan investasi kita harus mengetahui sumber dana yang akan digunakan untuk mendanai investasi tersebut. Dalam manajemen keuangan, ada dua sumber dana yang dapat digunakan untuk melakukan investasi. Sumber dana yang pertama adalah sumber dana internal yang berupa laba ditahan. Tetapi jika sumber dana internal tersebut tidak mencukupi maka dibutuhkan sumber dana eksternal berupa utang maupun saham. Namun sumber dana tersebut tidak diperoleh dengan cuma-cuma, ada biaya modal yang harus dibayarkan oleh pengguna dana tersebut. Sehingga pemilihan sumber dana tersebut menjadi keputusan penting bagi seorang manajer. Menurut Donaldson (1961) dalam Hovakimian, Opler, dan Titman (2001) menyatakan bahwa para manajer lebih memilih sumber dana internal sebagai sumber dana untuk membiayai investasi baru mereka dibandingkan dengan

sumber dana eksternal dalam hal ini yaitu utang. Dalam hal ini mereka memutuskan untuk tidak menggunakan utang jika perusahaan menghasilkan keuntungan yang cukup besar dan menggunakan utang jika perusahaan kurang menguntungkan untuk membiayai investasi baru mereka. Tetapi jika dibandingkan saham, para manajer akan lebih memilih menggunakan utang karena berhubungan dengan kepemilikan terhadap perusahaan. Urutan dalam memilih sumber pendanaan seperti demikian kemudian lebih dikenal dengan istilah "*Pecking Order Theory*" atau "*Financing Hierarchy*" (Kaaro, 2004). Dari sini dapat dilihat bahwa para manajer akan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internal jika dihubungkan dengan teori keagenan. Tetapi penelitian Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih saham dibandingkan hutang jika nilai pasarnya tinggi, dalam hal ini manajer dalam menentukan sumber pendanaan investasi juga melihat *market timing*.

Pemilihan terhadap suatu sumber dana tertentu baik itu eksternal maupun internal berhubungan juga dengan kendala pendanaan atau *financial constraint* (Fazzari, Hubbard, dan Petersen, 1988 dalam Altı, 2003). Kendala pendanaan yang dihadapi

oleh perusahaan akan membuat perusahaan lebih memperhatikan ketersediaan dana dari sumber internal dibandingkan nilai NPV yang positif dari sebuah investasi. Oleh karena itu dengan adanya kendala pendanaan yang dihadapi oleh perusahaan akan mempengaruhi pendanaan yang ditetapkan oleh perusahaan terhadap investasi (Fazzari, Hubbard, dan Petersen, 1988). Pola seperti ini menyatakan bahwa perusahaan akan menghadapi kendala pendanaan atau *financial constraint*. Dimana kendala ini sangat terikat pada keadaan arus kas yang rendah ketika terjadi kekurangan pendanaan internal yang diperburuk dengan rendahnya pendanaan eksternal yang tersedia. Hal ini dapat terjadi karena biaya hutang terlalu tinggi dan biaya ekuitas pun terlihat cukup mahal yang ditunjukkan dengan rendahnya nilai *market to book ratio* pada tahun yang mempunyai arus kas yang rendah. Oleh karena itu, *market to book ratio* dapat digunakan sebagai proks untuk melihat sensitivitas arus kas. Selain dari pendanaan, salah satu hal yang juga mempengaruhi investasi suatu perusahaan adanya *mispricing*. Kondisi saham yang *mispriced* dapat mempengaruhi keputusan investasi karena dua hal. Pertama, manajer dapat memanfaatkan kondisi *overvalued* sebagai sumber pendanaan investasi karena alasan biaya modal menjadi lebih murah. Sebaliknya, menghindari menjual saham saat *undervalued* akibat tingginya biaya modal yang akan ditanggung (*market timing hypothesis*). Kedua, bagi manajer yang ingin menjaga "nama baik" maupun yang memperoleh kompensasi berdasarkan nilai pasar saham maka saat mengalami *overvalued* manajer akan semakin termotivasi untuk meningkatkan investasi karena beranggapan para investor merespon positif kebijakan investasi yang telah diambil perusahaan sehingga dengan semakin meningkatkan investasi maka akan semakin mempertinggi kondisi *overvalued* saham perusahaan dan pada akhirnya akan berdampak pada besarnya kompensasi maupun kredibilitas mereka. Oleh karena itu dalam penelitian ini juga ingin melihat

pengaruh dari *mispricing* terhadap investasi yang dilakukan perusahaan. Hal ini disebabkan bahwa suatu investasi juga dipengaruhi oleh market timing seperti yang telah dikemukakan pada penelitian Baker dan Wurgler (2002).

Kendala pendanaan tidak hanya berpengaruh terhadap hubungan antara arus kas dan investasi tetapi juga berpengaruh juga terhadap hubungan *mispricing* dan investasi. Penelitian Stein (1996) menyatakan bahwa perbedaan sensitivitas hubungan antara investasi dan *mispricing* yang dipengaruhi kondisi pendanaan perusahaan. Namun pada penelitian Rinofah (2009) di Bursa Efek Indonesia menyatakan bahwa kebijakan pengambilan keputusan investasi yang didasarkan pada informasi tingkat harga saham tidak berbeda pada masing-masing perusahaan berdasarkan status kendala pendanaannya. Dari sini dapat dilihat masih ada yang tidak konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya tentang pengaruh kendala pendanaan terhadap hubungan *mispricing* dan investasi. Alasan inilah yang mendasari dilakukannya penelitian ini.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Sensitivitas Arus Kas dan Investasi

Chang *et,al* (2006) dalam penelitian pada pasar saham di Australia berhasil mendokumentasikan bahwa perusahaan yang *overvalued* cenderung mengalami kondisi *overinvest* sebaliknya perusahaan yang *undervalued* cenderung mengalami *underinvest*. Hal yang serupa juga digambarkan oleh Polk dan Sapienza (2004) menemukan bahwa perusahaan yang *overvalued* (*undervalued*) cenderung mengalami *overinvest* (*underinvest*). Mereka mengasumsikan bahwa penilaian proyek investasi baru tergantung pada nilai pasar perusahaan. Investasi yang dilakukan oleh perusahaan bergantung pada jumlah dana yang dimiliki perusahaan. Hovakimian (2009) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa pada saat arus kas yang rendah, manajer cenderung untuk menginvestasikan

lebih dari sumber daya yang diinginkan. Sedangkan pada saat arus kas yang tinggi, yang terjadi adalah sebaliknya. Selain itu dalam penelitian tersebut *overinvestment* dan *under investment* dikelompokkan bukan berdasarkan nilai saham tetapi berdasarkan nilai arus kas yang akan digunakan untuk investasi pada saat tersebut. Berdasarkan penelitian tersebut, semakin besarnya sensitivitas arus kas perusahaan maka semakin besar pula investasi mereka.

### **H1: Cash Flow berpengaruh positif terhadap investasi**

#### **Arus Kas, Kendala Pendanaan Dan Investasi**

Fazzari et.al (1988) mengungkapkan bahwa kendala pendanaan berhubungan dengan likuiditas perusahaan. Namun hasil tersebut dibantah oleh Kaplan dan Zingales (1997) yang menyatakan bahwa keputusan investasi saat perusahaan mengalami kendala pendanaan berhubungan dengan ketersediaan kas pada perusahaan tersebut. Kaplan dan Zingales (1997) mengatakan istilah kendala pendanaan dapat terjadi apabila perusahaan menghadapi perbedaan antara biaya modal dari sumber internal dan eksternal. Dari definisi ini menyediakan kerangka kerja yang berguna untuk membedakan perusahaan yang memiliki tingkat kendala pendanaan tinggi (KPT) atau kendala pendanaan rendah (KPR).

Perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) ditandai dengan ketersediaan kas (dana internal) yang tidak memadai dan kesulitan mendapatkan modal utang. Keadaan ini membuat perusahaan tersebut hanya mengandalkan penjualan saham untuk pembiayaan investasinya (Baker et.al, 2003).

Salah satu sumber pendanaan eksternal yang paling digemari oleh perusahaan adalah utang. Jika perusahaan tidak menghadapi kendala pendanaan yang cukup besar maka mereka akan cenderung menambahkan utang ke dalam sumber dana untuk investasi dan pembayaran dividen. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kendala pendanaan akan lebih banyak

menggunakan arus kas mereka untuk pendanaan investasi dan pembayaran dividen (Moyen, 2004). Dari sini dapat dilihat bahwa perusahaan yang menghadapi kendala pendanaan akan menggunakan arus kas yang lebih besar untuk melakukan investasi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menghadapi kendala pendanaan. Sehingga pengaruh arus kas terhadap investasi akan lebih besar (lebih sensitif) pada perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) dan sebaliknya lebih kecil (kurang sensitif) pada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR).

### **H2: Perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) akan memiliki sensitivitas pengaruh arus kas terhadap investasi yang lebih besar daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR)**

#### **Mispricing Dan Investasi**

Pada pasar modal, harga suatu saham menjadi hal yang cukup diperhatikan karena harga saham perusahaan merefleksikan informasi tentang kondisi fundamental perusahaan. Pentingnya pergerakan saham bagi suatu perusahaan karena pada saat tertentu perusahaan dapat mengalami kendala pendanaan (*financial constraint*) dan kenaikan harga saham diharapkan dapat menjadi sumber pendanaan yang lebih murah untuk membiayai investasi (Chen et, al, 2005). Pendanaan tersebut dapat dilakukan jika saham mengalami *overvalued* karena itu berarti dana tersebut didapatkan dengan biaya yang lebih murah dan keputusan ini akan meningkatkan kesejahteraan *shareholder*, sebaliknya jika sumber pendanaan diperoleh dari saham yang sedang *undervalued* menandakan biaya pendanaan tersebut lebih mahal dan mengakibatkan kesejahteraan *shareholder* menurun.

Hu (1995), dengan mengambil sampel perusahaan di Amerika Serikat menemukan bukti bahwa pergerakan saham ternyata mempengaruhi tingkat investasi perusahaan. Meskipun penelitian tersebut menemukan hubungan yang negatif antara pergerakan

saham dan investasi namun setidaknya hal ini menunjukkan bahwa sesungguhnya manajer perusahaan mempertimbangkan pergerakan sahamnya saat akan mengambil keputusan investasi. Hal senada kemudian juga dikemukakan oleh Samuel (1996), dari hasil penelitiannya disimpulkan bahwa perbedaan persepsi antara manajer dan investor yang melahirkan *mispricing* merupakan faktor penting yang mempengaruhi keputusan investasi pada level perusahaan. Dari sini dapat dilihat bahwa pergerakan harga saham di pasar dapat dijadikan salah satu sumber untuk pendanaan investasi.

Dalam penelitiannya, Stein (1996) mengungkapkan bahwa kondisi *overvalued* adalah saat yang tepat untuk melakukan penjualan saham dan hasil penjualan tersebut dapat digunakan untuk membiayai investasi perusahaan. Sedangkan kondisi *undervalued* dapat dimanfaatkan untuk melakukan pembelian kembali saham (*repurchasing*). Dari sini dapat dilihat pada saat *mispricing* tinggi yaitu keadaan *overvalued* nilai investasi semakin besar.

### ***H3 : Mispricing berpengaruh positif terhadap investasi***

#### **Mispricing, Kendala Pendanaan Dan Investasi**

Perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) ditandai dengan ketersediaan dana internal (seperti, kas dan laba ditahan) yang tidak memadai dan kesulitan mendapatkan modal eksternal berupa utang. Keadaan ini membuat perusahaan tersebut banyak mengandalkan penjualan saham untuk pembiayaan investasinya (Baker *et,al*, 2003). Stein (1996) mengatakan bahwa perusahaan yang membutuhkan sumber pendanaan eksternal saham akan memiliki tingkat investasi yang lebih sensitif terhadap komponen non-fundamental dari harga saham (*mispricing*) karena penjualan saham merupakan sumber pendanaan yang mereka andalkan akibat keterbatasan sumber internal maupun utang. Kondisi saham yang sedang *overvalued* dapat mendorong

manajer menjual saham untuk mendanai investasi mereka. Sebaliknya, jika saham mereka *undervalued*, kecil kemungkinan mereka akan menjual sahamnya untuk mendanai investasi.

Bagi perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR), mereka tidak terlalu mengandalkan sahamnya, sehingga kondisi *mispricing* (*overvalued* atau *undervalued*) tidak akan terlalu mempengaruhi keputusan investasi mereka. Sebaliknya, keputusan investasi perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) dapat menjadi lebih sensitif terhadap nilai sahamnya. Dari teori di atas kemudian dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya kendala pendanaan dapat mempengaruhi sensitivitas pengaruh *mispricing* terhadap investasi.

Hasil penelitian oleh Baker *et,al* (2003), Stein (1996), Chang *et,al* (2005), dan Chang *et,al* (2007), menyimpulkan bahwa besar kecilnya pengaruh (sensitivitas) *mispricing* terhadap investasi dapat berbeda berdasarkan kondisi kendala pendanaan masing-masing perusahaan. Pengaruh *mispricing* terhadap investasi akan lebih besar (lebih sensitif) pada perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) dan sebaliknya lebih kecil (kurang sensitif) pada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR). Sehingga hipotesis kedua yang akan diuji adalah sebagai berikut :

**H4: Perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) akan memiliki sensitivitas pengaruh *mispricing* terhadap investasi yang lebih besar daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR).**

Dari pengembangan hipotesis tersebut di atas, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran untuk penelitian ini seperti pada gambar berikut.

#### **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini akan menggunakan data selama lima tahun yaitu dari tahun 2004 hingga tahun 2008 dan seluruh data yang

dibutuhkan dalam penelitian ini akan diperoleh dari OSIRIS Database, laporan keuangan perusahaan. Sedangkan sampel yang akan dipilih adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan.

**Variabel Arus Kas (Cash Flow)**

Arus kas diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut: *Cash Flow = net income + depreciation and/ or amortization expense + change in deferred taxes.*

**Variabel Investasi**

Pengeluaran investasi dinyatakan dalam simbol **INV** diukur dengan rumus sebagai berikut (Kaaro, 2004):

$$INV_t = \frac{\text{Aliran Kas Investasi}_t}{\text{Aset Tetap Bersih}_{t-1}}$$

Aliran kas investasi digunakan sebagai proksi untuk mengukur pengeluaran modal bersih untuk investasi total perusahaan. Nilai aset tetap bersih yang digunakan merupakan nilai aset tetap bersih pada awal periode sedangkan nilai investasi akan menggunakan nilai pada akhir periode. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Vogt (1994), Kaplan dan Zingales (1997) serta Cleary (1999).

**Variabel Kendala Pendanaan**

Penelitian ini mengadopsi pendekatan pengklasifikasian sampel berdasarkan kendala pendanaan yang digunakan oleh Kaaro (2004) yang mengacu pada studi oleh Kaplan dan Zingales (1997) serta Cleary (1999). Klasifikasi awal perusahaan kendala pendanaan tinggi atau rendah didasarkan pada kebijakan dividen. Perusahaan yang membayar dividen dimasukkan dalam kategori kendala pendanaan rendah (KPR) sedangkan perusahaan yang tidak membayar dividen dimasukkan sebagai kendala pendanaan tinggi (KPT). Selanjutnya untuk memprediksi kendala pendanaan dimasa datang mereka menggunakan beberapa variabel keuangan yang relevan untuk memprediksi tingkat dividen. Model ini disebut sebagai klasifikasi multivariat objektif. Penelitian ini akan menggunakan

model logit untuk mendapatkan klasifikasi koreksi atau prediksi berdasarkan pertimbangan bahwa model logit lebih longgar terhadap asumsi distribusi normal multivariat (Eisenbeis, 1997 dalam Kaaro, 2004). Variabel keuangan yang digunakan akan mengacu pada Kaplan dan Zingales (1997) serta Cleary (1999) dan Kaaro (2004), yaitu **Slack**, yang mencerminkan ketersediaan dana bersih yang dapat digunakan untuk berinvestasi atau keperluan lain (membayar dividen dan lain-lain), **Profitabilitas** (Perubahan laba, Laba ditahan, dan Laba Operasi) yang mencerminkan ketersediaan sumber keuangan yang dapat digunakan untuk membayar dividen dan lain-lain, serta **Likuiditas** (Current Rasio) yang dapat menjadi pertimbangan sebelum perusahaan memutuskan membayar dividen. Beberapa variabel proksi profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi perubahan laba yang diukur dengan variabel dummy, yang mana 0 untuk perubahan laba negatif dan 1 untuk perubahan laba positif.

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

1. Mengelompokkan sampel awal berdasarkan adanya pembayaran dividen atau tidak. Perusahaan yang membayar dividen dimasukkan dalam kategori kendala pendanaan rendah (KPR) dengan skor 0, sedangkan skor 1 diberikan kepada perusahaan yang tidak membayar dividen dimasukkan dalam kategori kendala pendanaan tinggi (KPT).
2. Membuat model analisis logit untuk prediksi kendala pendanaan (KP) berdasarkan variabel-variabel keuangan.

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-Z}} = \frac{e^Z}{1 + e^Z}$$

$$Z = \alpha_0 + \beta_1 KP_{i,t}$$

$$KP_i = \ln\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = \alpha_0 + \beta_1 CR + \beta_2 PROFIT + \beta_3 PLB + \beta_4 SLACK + \beta_5 LD + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana : **KP** = Kendala Pendanaan, **CR** (Current Ratio) = Aset Lancar/Utang Lancar, **PROFIT**, = Laba Operasi/Aset Total, **PLB**

(Perubahan Laba)= Perubahan positif: 1, Perubahan Laba Negatif : 0,  $SLACK = [Kas + Investasi Jangka Pendek + Persediaan + Piutang - Utang Jangka Pendek]/Aset$ ,  $LD$  (Laba ditahan) = Laba ditahan/Aset,  $P_i$  = Probabilitas,  $e$ = Nilai eksponensial

3. Hasil estimasi probabilitas kendala pendanaan pada persamaan (iii) digunakan sebagai kriteria objektif untuk membedakan kelompok perusahaan berdasarkan kendala pendanaan rendah (KPR) dan kendala pendanaan tinggi (KPT). Bila probabilitas  $KP_i$  lebih besar dari probabilitas *cut off* ( $P_i > P_c$ ) maka perusahaan masuk dalam kategori KPR (1), bila  $P_i < P_c$ , perusahaan masuk dalam kategori KPT (1). Penentuan nilai *cut off* (probabilitas pemisah) didasarkan pada observasi kebijakan dividen aktual. Misalnya, berdasarkan observasi aktual ditemukan terdapat 33 % perusahaan masuk dalam KPR dan 67 % masuk dalam KPT, maka nilai *cut off* adalah 33 %.

Proses klasifikasi ini kemudian akan menghasilkan dua kelompok perusahaan, yaitu kelompok dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) dan perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR).

**Variabel *Mispricing*** Pada penelitian ini *mispricing* akan diukur dengan membandingkan nilai prediksi *market-to-book* ( $M/B_{Pre}$ ) dengan nilai aktual *market-to-book* ( $M/B_{Akt}$ ). Metode ini merupakan modifikasi dari beberapa penelitian sebelumnya (misalnya Dong *et,al*, 2003; Bloomfield dan Michaely, 2004; Bartov dan Kim, 2004; Baker dan Wugler, 2002), dimana proksi *mispricing* yang digunakan hanya nilai *market-to-book* aktual.

Model prediksi nilai *market-to-book* dibentuk berdasarkan variabel-variabel faktor fundamental perusahaan yang sering digunakan untuk memprediksi nilai (harga) fundamental saham. Faktor-faktor fundamental yang akan digunakan antara lain (Tandelilin, 2001; Husnan, 2005; Bodie *et,al* 2008) : *Earning Per Share (EPS)*, *Price Earning Ratio (PER)*, *Return on Equity (ROE)*, *Return on Asset (ROA)*, *Dividend*

*Payout Ratio (DPR)*, *Price to Sales (PTS)*, *Price to Free Cash Flow (PTFCF)*. Sehingga model prediksi *market-to-book* yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$M/B_{Pre} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{t-1} + \beta_2 PER_{t-1} + \beta_3 ROE_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 DPR_{t-1} + \beta_6 PS_{t-1} + \beta_7 PFCF_{t-1} + \varepsilon$$

Sedangkan nilai aktual *market-to-book*:

$$M/B_{Akt} = \frac{\text{Market value of share}}{\text{Book value of share}}$$

Dengan demikian, *mispricing* akan diukur dengan rumus :

$$Mispricing (MIS) = (M/B_{Akt}) - (M/B_{Pre}).$$

### Model Empiris dan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis 1 dan 2 akan menggunakan model yang sama. Dimana dalam pengujian hipotesis ini akan melihat pengaruh dari arus kas terhadap investasi yang dilakukan perusahaan. Diharapkan nilai  $\beta_1$  positif dan signifikan sehingga hipotesis pertama terdukung. Sedangkan untuk hipotesis kedua diharapkan  $\beta_3$  bernilai negatif dan signifikan yang menunjukkan effect moderasi dari variabel kendala pendanaan.

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MIS_{i,t-1} + \beta_2 KP_{i,t} + \beta_3 MIS * KP_{i,t} + \beta_4 Cashflow_{i,t} + \beta_5 \sum_t Year + \varepsilon_{i,t}$$

*Cashflow* diatas adalah untuk mewakili arus kas dan penambahan variabel *M/B* dan *Cashflow<sub>t-1</sub>* dalam model tersebut digunakan sebagai variabel kontrol pada sensitifitas proksi arus kas terhadap investasi (Hovakimian, 2009). *M/B* yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah *M/B* yang aktual. Untuk menguji hipotesis kedua hampir sama dengan hipotesis pertama tetapi ditambahkan variabel moderasi kendala pendanaan (KP) yang mana akan menggunakan variabel dummy (KPT = 1 dan KPR = 0).

Pengujian hipotesis 3 dan 4 akan menggunakan model yang sama. Dimana dalam pengujian hipotesis ini akan melihat

pengaruh dari mispricing terhadap investasi yang dilakukan perusahaan. Diharapkan nilai  $\beta_1$  positif dan signifikan sehingga hipotesis ketiga terdukung. Sedangkan untuk hipotesis keempat diharapkan  $\beta_3$  bernilai negatif dan signifikan yang menunjukkan effect moderasi dari variabel kendala pendanaan.

$$\begin{aligned} \text{Investasi}_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_2 \text{KP}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{Cashflow}_{i,t} * \text{KP}_{i,t} + \beta_4 M / B_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{Cashflow}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Simbol *MIS* diatas adalah untuk mewakili *Mispricing* dan penambahan variabel *Cashflow* dan *Year* dalam model tersebut digunakan sebagai variabel kontrol pada sensitifitas proksi *mispricing* terhadap investasi (Chang *et,al* 2007). Sedangkan untuk menguji hipotesis keempat akan menambahkan variabel kendala pendanaan sebagai variabel moderasi.

#### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pada sektor industri manufaktur yang didasarkan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) edisi tahun 2004 - 2008. Berdasarkan daftar tersebut terdapat 133 sampel yang memenuhi persyaratan awal. Dari jumlah perusahaan tersebut, hanya 76 sampel yang memenuhi syarat ketersediaan data. Dari sini dapat dilihat bahwa ada 380 observasi yang digunakan untuk pengujian hipotesis. Pengujian hipotesisnya dikelompokkan menjadi 2 yaitu pengujian hipotesis 1 dan 2 serta pengujian hipotesis 3 dan 4. Oleh sebab itu dalam pengujian hipotesis antara hipotesis 1 dan 2 serta 3 dan 4 ada sedikit perbedaan jumlah observasi. Namun perbedaan jumlah observasi tersebut tidak cukup besar. Sehingga tidak terlalu signifikan berdampak terhadap hasil pengujian kedua kelompok pengujian hipotesis tersebut. Perbedaan tersebut disebabkan karena ada beberapa data outlier yang dikeluarkan dari sampel. Dalam penelitian ini, pengujian hipotesis dikelompokkan menjadi dua yaitu kelompok pertama untuk menguji hipotesis 1 dan 2 serta kelompok kedua yaitu untuk menguji

hipotesis 3 dan 4. Oleh karena itu, dalam penelitian ini ada dua statistik deskriptif yaitu untuk pengujian hipotesis 1 dan 2 serta hipotesis 3 dan 4. Yang menjadi variabel utama pada pengujian hipotesis adalah variabel *Cash flow* atau aliran kas. Dari tabel diatas dilihat bahwa rata-rata nilai arus kas sebesar 0.256 dengan standar deviasi sebesar 0.363. Ini dapat di artikan bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai arus kas sebesar 25 persen dari total asetnya. Variabel kedua adalah KP yaitu kendala pendanaan. Variabel ini merupakan variabel moderasi dalam penelitian ini. Penentuan variabel ini menggunakan model logit yang kemudian nilainya ditentukan berdasarkan perbandingan hasil logit dan nilai cut off. Variabel ini menggunakan dummy variabel sehingga nilainya hanya dua yaitu 0 dan 1. Nilai minimal variabel ini adalah 0 dimana nilai 0 itu sendiri berarti perusahaan menghadapi kendala pendanaan rendah. Sedangkan nilai maksimum dari variabel ini adalah 1 yang berarti perusahaan menghadapi kendala pendanaan tinggi. Variabel ini mempunyai rata-rata 0.57 dengan standar deviasi 0.496. Variabel *Cash flow* (t-1) merupakan variabel control pertama yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel ini digunakan karena berdasarkan pada penelitian sebelumnya diduga variabel ini juga dapat mempengaruhi investasi perusahaan. Nilai minimum dari variabel ini adalah -16.087, hal ini berarti nilai arus kas minimum untuk observasi t-1 adalah -16.087. Nilai maksimumnya adalah 7.674 dengan rata-rata sebesar 0.216 dan standar deviasi 0.978. Perhitungan variabel ini sama dengan perhitungan variabel arus kas yang mana dibagi dengan total harta. Variabel kontrol kedua yang digunakan dalam pengujian hipotesi 1 dan 2 adalah market to book. Nilai rata-rata dari variabel ini adalah 0.225 dan standar deviasinya adalah 0.352. Ini dapat diartikan bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai pasar saham yang lebih besar sebanyak 4 kali dari nilai bukunya. Hipotesis 3 dan 4 akan menguji pengaruh *mispricing* terhadap investasi. Sehingga yang menjadi variabel utamanya

adalah *mispricing*. *Mispricing* dihitung dengan membandingkan nilai market to book aktual dengan nilai prediksinya. Jika nilai aktual kurang dari nilai prediksi maka akan terjadi *undervalued*, sedangkan jika nilai aktual lebih dari nilai prediksinya maka akan terjadi *overvalued*. Seperti yang dapat kita lihat pada tabel 4.8 nilai MIS (*mispricing*) mempunyai nilai minimum sebesar -2.452. Nilai negatif disini berarti perusahaan tersebut mengalami *undervalued* atau nilai saham di pasar lebih rendah dari nilai fundamentalnya. Sedangkan nilai maksimumnya adalah 5.245. Nilai positif disini berarti perusahaan mengalami *overvalued* yang mana dengan kata lain menunjukkan bahwa saham perusahaan dihargai lebih tinggi dibandingkan nilai fundamentalnya oleh pasar. Rata-rata perbandingan nilai aktual dengan nilai prediksi market to book adalah 1.067 dengan standar deviasi 1.069. Sama halnya dengan pengujian sebelumnya, dalam pengujian model kedua ini menggunakan variable moderasi yang sama yaitu kendala pendanaan. Nilai maksimumnya adalah 1 yang menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kendala pendanaan rendah dan nilai minimum adalah 0 yang berarti perusahaan menghadapi kendala pendanaan tinggi. Nilai rata-rata variable ini adalah 0.588 dengan standar deviasi 0.493.

Variabel control pertama yang digunakan dalam model kedua ini untuk menguji hipotesis 3 dan 4 adalah cashflow atau arus kas. Variabel ini merupakan variable utama pada pengujian hipotesis 1 dan 2. Nilai minimum dari variabel ini adalah -0.651 dan nilai maksimumnya adalah 2.552. Sedangkan nilai rata-ratanya adalah 0.252 dengan standar deviasi 0.361.

Variabel control kedua yang digunakan adalah Year. Year menunjukkan umur perusahaan sampai tahun pengamatan. Nilai minimum adalah 9 tahun, nilai maksimum adalah 107 tahun dengan rata-rata 34.873 tahun dan standar deviasinya adalah 21.376 tahun.

**Pengujian Hipotesis**

Pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini dibagi dalam 2 kelompok. Dimana kelompok pertama untuk menguji hipotesis 1 dan 2, dan kelompok kedua digunakan untuk menguji hipotesis 3 dan 4. Perusahaan yang digunakan dalam pengujian hipotesis kedua kelompok ini sama, namun observasinya mempunyai sedikit perbedaan karena dalam pengujian hipotesis 3 dan 4 ada beberapa outlier yang dibuang. Adapun statistik deskriptif untuk kedua kelompok tersebut seperti pada tabel 1 untuk pengujian kelompok pertama (hipotesis 1 dan 2). Dan tabel 2 untuk kelompok kedua (hipotesis 3 dan 4).

**Tabel 1. Pengujian Hipotesis 1 dan 2**

Variabel independen	Koefisien	Nilai t
(Constant)	0.145	8.264***
CASH FLOW	0.055	1.672*
KP	-0.057	-2.456**
KP*CASH FLOW	0.125	1.731*
CASH FLOW(t-1)	0.008	0.789
MB	-0.000	-0.287

- \*\*\* Signifikan pada  $\alpha$  1%
- \*\* Signifikan pada  $\alpha$  5%
- \* Signifikan pada  $\alpha$  10%

Hipotesis pertama menguji pengaruh arus kas (cashflow) terhadap investasi. Dimana diharapkan dengan meningkatnya

jumlah arus kas maka investasi yang dilakukan perusahaan pun semakin besar.



Dalam hal ini pengaruh arus kas terhadap investasi adalah positif.

Berdasarkan hasil regresi seperti pada tabel 1 dapat dilihat bahwa adanya dukungan untuk hipotesis 1 pada tingkat signifikansi 10 %. Dimana semakin tinggi arus kas maka investasi yang dilakukan oleh perusahaan semakin besar. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya dari Hovakimian (2009) yang menyatakan bahwa dengan meningkatnya arus kas maka meningkat pula jumlah investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Dengan meningkatnya arus kas kegiatan investasi semakin meningkat. Hal ini dapat terjadi karena dengan adanya peningkatan arus kas, perusahaan mempunyai ketersediaan dana internal yang cukup untuk melakukan kegiatan lainnya yang mampu mendukung perkembangan perusahaan salah satunya kegiatan investasi. Dengan adanya peningkatan modal internal, perusahaan tidak membutuhkan biaya eksternal yang umumnya mempunyai biaya modal yang lebih mahal (Hovakimian dan Titman, 2006). Misalnya sumber dana eksternal berupa utang. Utang akan memberi dampak berupa beban bunga pada perusahaan. Semakin banyak utang yang digunakan oleh perusahaan maka semakin besar beban biaya yang ditanggung perusahaan dan dapat meningkatkan kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Kondisi seperti itu akan membuat perusahaan menjadi tempat berinvestasi yang berisiko tinggi dimata para investor dan akhirnya perusahaan memiliki nilai lebih rendah dan walaupun investor ingin menanamkan modalnya mereka akan menuntut tingkat kembalian yang lebih besar setara dengan besarnya risiko tersebut. Sumber dana lainnya yang dapat digunakan adalah saham. Namun menjual saham baru menyebabkan kepemilikan terhadap perusahaan oleh pemegang saham yang lama menjadi berkurang. Selain itu biaya modal yang untuk saham tidak sedikit. Selain menanggung tingkat kembalian yang diharapkan investor, perusahaan juga harus menanggung biaya administrasi proses

penjualan saham tersebut. Sehingga pada umumnya, pilihan pertama perusahaan adalah sumber dana internal yang berasal dari kas.

Sedangkan nilai kendala pendanaan (KP) yang negatif memiliki makna bahwa kondisi kendala pendanaan yang tinggi (dummy=1) akan berakibat pada rendahnya (kesempatan) investasi perusahaan. Sebaliknya kondisi kendala pendanaan yang rendah (dummy=0) berdampak positif pada tingkat investasi perusahaan. Kondisi demikian sesuai dengan teori-teori dan hasil penelitian sebelumnya yang menjadi landasan bagi penelitian ini.

Hipotesis kedua menguji pengaruh arus kas terhadap investasi yang dimoderasi oleh kendala pendanaan. Yang pertama dilakukan sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis adalah menentukan kondisi kendala pendanaan yang dihadapi perusahaan. Penghitungan kendala pendanaan menggunakan metode logit yang mana 1 untuk perusahaan yang menghadapi kendala pendanaan tinggi dan 0 untuk perusahaan yang mengalami kendala pendanaan rendah. Proses klasifikasi ini dilakukan dengan dua tahap yaitu tahap pertama dengan mendasarkan pada status pembayaran dividen (membayar dividen/KPR, dummy = 0 dan tidak membayar dividen/KPT, dummy = 1) dan tahap kedua adalah tahap klasifikasi koreksi menggunakan model logit dengan mempertimbangkan variabel-variabel yang mempengaruhi kondisi kendala pendanaan perusahaan. Status kendala pendanaan perusahaan akan dijadikan sebagai variabel moderasi (dengan variabel dummy) antara arus kas dengan investasi serta hubungan *mispricing* dengan investasi.

Observasi kebijakan dividen secara aktual terhadap 380 observasi menunjukkan terdapat 51.58% perusahaan (196 observasi) termasuk dalam kelompok dengan kendala pendanaan rendah (KPR) dan 48.42 % (164 observasi) termasuk dalam kelompok kendala pendanaan tinggi (KPT). Sehingga nilai *cut-off* yang akan digunakan adalah 51.58 %. Nilai cut off ini kemudian akan

dibandingkan dengan hasil dari metode logit yang digunakan untuk menentukan kendala pendanaan.

Dari beberapa variabel yang digunakan dalam persamaan logit hanya dua variabel saja yang digunakan untuk menentukan berapa nilai peluang setiap observasi sehingga dapat dibandingkan dengan nilai *cut off*. Berdasarkan metode logit, variabel yang dapat digunakan untuk menentukan peluang masing-masing observasi adalah profit dan laba ditahan, sehingga persamaan logit yang digunakan menjadi :

$$KP_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = -0.875 + 8.563PROFIT + 5.773LD$$

Persamaan tersebut kemudian digunakan untuk menentukan kondisi kendala pendanaan perusahaan. Berdasarkan pada model prediksi tersebut terdapat 164 observasi yang mengalami kendala pendanaan tinggi dan 216 yang mengalami kendala pendanaan rendah. Setelah kondisi kendala pendanaan perusahaan ditentukan, selanjutnya dilakukan pengujian untuk hipotesis kedua.

Hasil pengujian untuk hipotesis kedua dapat di lihat pada tabel 1. Hasilnya menunjukkan interaksi kendala pendanaan (KP) dengan arus kas (Cashflow) memiliki tanda positif yang dimaknai perusahaan yang mengalami kendala pendanaan tinggi (dummy=1) mempunyai sensitivitas pengaruh arus kas terhadap investasi yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang mengalami kendala pendanaan rendah (dummy=0). Artinya, perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi memiliki ketergantungan yang tinggi pada arus kas sebagai sumber pendanaan investasi daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah. Hal ini sesuai dengan penelitian Fazzari et.al (1988), yang menyatakan bahwa jika perusahaan mengalami kendala pendanaan, pembiayaan dari sumber eksternal menjadi sulit didapatkan. Sehingga modal internal yang berasal dari kas merupakan pilihan yang dianggap paling menguntungkan selain menjual saham.

Umumnya arus kas menjadi pilihan pertama sebelum menjual saham baru atau mencari hutang karena biayanya relatif lebih murah. Pilihan untuk menjual saham mungkin akan dipertimbangkan jika memang sumber kas sangat terbatas dan biaya hutang sangat tinggi sementara kebutuhan melakukan investasi bersifat mendesak. Hal ini juga sesuai dengan penelitian Moyen (2004) yang menyatakan bahwa perusahaan yang menghadapi kendala pendanaan akan menggunakan arus kas yang lebih besar untuk melakukan investasi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menghadapi kendala pendanaan karena biaya eksternal berupa utang memiliki biaya yang mahal.

Berbeda dengan dua hipotesis sebelumnya yang melihat pengaruh arus kas terhadap investasi, hipotesis ketiga dan keempat menguji pengaruh dari *mispricing*. Dalam hipotesis ketiga diungkapkan bahwa *mispricing* berpengaruh positif terhadap investasinya, artinya dengan semakin besar *mispricing (Overvalued)* yang dialami perusahaan maka akan semakin besar jumlah investasi.

Dalam penelitian ini, perhitungan *mispricing* menggunakan perbandingan antara nilai market to book aktual dan nilai market to book prediksi. Dimana jika nilai selisih antara to book aktual dan nilai market to book prediksi adalah negatif berarti undervalued dan positif berarti *overvalued*. Dalam memprediksi nilai market to book ada beberapa variabel yang digunakan diantaranya *Earning Per Share (EPS)*, *Price Earning Ratio (PER)*, *Return on Equity (ROE)*, *Return on Asset (ROA)*, *Dividend Payout Ratio (DPR)*, *Price to Sales (PTS)*, *Price to Free Cash flow (PTFCF)*. Dari variabel tersebut hanya dua variabel yang dapat digunakan sebagai variabel prediksi nilai market to book, sehingga persamaan prediksi untuk market to book adalah seperti di bawah ini :

$$M/Bpre = 4.819 + 0.731 ROE - 0.123 ROA$$

Selanjutnya, model prediksi *market to book* tersebut digunakan untuk memprediksi nilai *market to book* (fundamental) masing-masing perusahaan

pada setiap tahun dengan cara memasukkan nilai variabel-variabel ROE dan ROA kedalam persamaan diatas. Hasil tersebut kemudian dibandingkan dengan nilai *market to book* aktual untuk menentukan tingkat (derajat) *mispricing* (*overvalued* dan *undervalued*) saham perusahaan pada masing-masing observasi. Hasil prediksi terhadap 380 observasi yang tersedia diketemukan sebanyak 161 observasi (42,37 %) mengalami kondisi saham *overvalued*

dan 219 observasi (57,63 %) mengalami *undervalued*.

**Tabel 2. Pengujian Hipotesis 3 dan 4**

Variabel independen	Koefisien	Nilai t
(Constant)	0.139	6.121***
MIS	0.006	1.949*
KP	-0.030	-1.391
KP*MIS	-0.007	-1.967**
CASH FLOW	0.075	2.607***
YEAR	0.000	-0.743

Hasil pengujian hipotesis 3 dapat dilihat pada Tabel 2. Berdasarkan pada tabel tersebut, terlihat bahwa *mispricing* berpengaruh positif terhadap investasi. Dalam hal ini adalah *overvalued*, dimana jika terjadi *overvalued* perusahaan dapat memanfaatkannya dengan menjual saham dan menggunakannya untuk investasi. Dengan demikian hasil tersebut menunjukkan dukungan untuk hipotesis tiga. Jika disandingkan dengan hasil pengujian pada hipotesis pertama maka dapat disimpulkan bahwa pergerakan harga saham (*mispriced*) juga merupakan sumber pendanaan investasi yang penting bagi perusahaan selain arus kas. Hasil hipotesis ketiga ini juga sesuai dengan penelitian Chang *et,al* (2005), Chang *et,al* (2007), Xiao (2000), Baker *et,al* (2003), Gilchrist *et,al* (2005), Alzahrani (2006), Polk dan Sapienza (2004) yang menyatakan bahwa *mispricing* berpengaruh positif terhadap investasi. Ini mengindikasikan bahwa kondisi nilai pasar saham di Indonesia dapat memberikan informasi bagi manajer berkaitan dengan keputusan investasi perusahaan. Hasil tersebut juga sejalan dan dapat dijelaskan melalui dua teori yaitu, *market timing* dan

*catering hypothesis*. Nilai pasar saham yang tinggi dapat dianggap oleh manajer sebagai pertanda bahwa investor memiliki persepsi yang positif terhadap keputusan investasi perusahaan. Sebaliknya, jika keputusan investasi perusahaan dianggap tidak baik maka mengakibatkan nilai saham menurun. Menurut Morck *et,al*, 1990; dan Stein, 1996 kondisi *overvalued* dapat direspon oleh manajer dengan mengambil kebijakan untuk semakin meningkatkan investasinya agar *mispriced* menjadi semakin besar (*catering hypothesis*) atau memanfaatkan kondisi *mispricing* ini dengan menjual saham mereka untuk membiayai (atau menambah) investasi (*market timing*). Hasil ini juga dapat mengindikasikan bahwa nilai saham yang cenderung *overpriced* dapat meningkatkan kesempatan investasi perusahaan. Hipotesis keempat yang merupakan hipotesis terakhir dalam penelitian ini mempunyai tujuan yang hampir sama dengan hipotesis kedua yaitu menguji efek moderasi dari variabel kendala pendanaan. Dalam hipotesis keempat ini, kendala pendanaan merupakan variabel moderasi untuk pengaruh *mispricing* terhadap investasi. Hipotesis ini menyatakan perusahaan yang menghadapi kendala

pendanaan tinggi akan memiliki sensitivitas pengaruh *mispricing* terhadap investasi yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang mengalami kendala pendanaan rendah.

Berdasarkan pada Tabel 2 dapat dilihat interaksi variabel *mispricing* dan kendala pendanaan menghasilkan tanda yang negatif. Ini dapat dimaknai bahwa kondisi *mispricing* pada perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (*dummy*=1) memiliki pengaruh terhadap investasi yang lebih rendah daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (*dummy*=0). Hasil ini berkebalikan dengan pernyataan hipotesis empat yang menyatakan sebaliknya. Sehingga hipotesis keempat tidak terbukti. Penulis menduga hasil yang berkebalikan ini mungkin disebabkan karena perusahaan-perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini menganggap tingkat saham mereka yang *overpriced* belum cukup untuk menjadikan biaya modalnya (penjualan saham) lebih rendah dari sumber lain, misalnya hutang. Sehingga perusahaan yang terkendala pendanaan sekalipun tidak tergerak untuk memanfaatkan harga saham mereka yang tinggi untuk dijadikan sumber dana investasi. Sebaliknya perusahaan yang memiliki kendala pendanaan rendah justru menganggap kondisi *mispriced* yang *overvalued* sebagai sumber pendanaan investasi yang juga menarik selain arus kas. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 2 di mana baik arus kas dan *mispricing* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat investasi. Namun dari kedua sumber tersebut pengaruh terbesar dimiliki oleh arus kas (signifikan pada level 1 persen dan koefisien sebesar 0.075) daripada *mispricing* (signifikan pada level 10 persen dan koefisien sebesar 0.006). Ini dapat dimaknai bahwa arus kas tetap menjadi pilihan utama untuk membiayai investasi daripada penjualan saham baru.

### Pengujian Asumsi Klasik

Teknik analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi sederhana. Metode regresi yang digunakan adalah *Ordinary Least Squares* (OLS).

Mengacu pada Gujarati (2003), terdapat sepuluh asumsi utama yang mendasari model regresi linier klasik dengan menggunakan model OLS. Namun dari kesepuluh asumsi tersebut ada 4 asumsi penting yang harus dipenuhi untuk sebuah model OLS yaitu normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dikelompokkan menjadi dua yaitu kelompok pertama untuk pengujian hipotesis 1 dan 2, kemudian kelompok kedua yaitu pengujian hipotesis 3 dan 4. Hal ini mempengaruhi dalam pengujian asumsi klasik yang juga dibagi dalam dua kelompok berdasarkan pembagian pengujian hipotesis tersebut. Dimana jumlah observasi yang digunakan pun ada sedikit perbedaan namun tidak terlalu signifikan perbedaannya. Ringkasan hasil pengujian asumsi klasik dapat kita lihat pada tabel 3. Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik, ada dua asumsi yang tidak terpenuhi dalam regresi yaitu asumsi normalitas dan autokorelasi. Tetapi hal ini masih dapat diterima karena dalam penelitian ini menggunakan data panel sehingga hal tersebut masih dapat ditolelir. PENUTUP

Berdasarkan hasil pengujian pada bab sebelumnya maka kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah: (1) Perubahan cash flow berpengaruh positif terhadap tingkat investasi perusahaan. Dengan adanya arus kas yang tinggi meningkatkan kesempatan investasi perusahaan sehingga memperbesar kemungkinan sebuah perusahaan untuk meningkatkan investasinya. Sebaliknya semakin rendah nilai arus kas sebuah perusahaan cenderung akan memperkecil investasi perusahaan. (2) Kebijakan pengambilan keputusan investasi yang didasarkan pada informasi tentang arus kas berbeda pada masing-masing perusahaan berdasarkan status kendala pendanaannya. Dimana perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi (KPT) akan memiliki sensitivitas pengaruh arus kas terhadap investasi yang lebih besar daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah (KPR). (3) Selain perubahan arus kas,

perubahan yang terjadi pada harga pasar saham perusahaan juga memiliki dampak positif terhadap tingkat investasi perusahaan. Namun, perusahaan dengan kendala pendanaan rendah justru lebih menganggap perultibahan harga saham perusahaan yang positif (overvalued) sebagai sumber dana investasi yang lebih menarik daripada menurut perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Mannan, Siti Sofiyah., 2009. E-Corporate Governance Disclosure dan Kinerja Perusahaan Pada Periode Bearish: Studi Kasus di Pasar Modal Indonesia, Tesis Program Magister Sains dan Doktor Ilmu-Ilmu Ekonomi FEB Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, Tidak Dipublikasikan.
- Alti, A., 2003. How Sensitive is Investment to Cash Flow When Financing is Frictionless?, *Journal of finance*
- Alzahrani, Mohammed., 2006. Stock Mispricing and Corporate Investment Decisions, King Fahd University of Petroleum & Minerals, Dhahran, Saudi Arabia.
- Baker, M., Stein, J.C., Wurgler, J., 2003. When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *Quarterly Journal of Economics*
- Chang, Xin., Lewis H.K. Tam dan Tek Jun Tan, George Wong, 2007. The Real Impact of Stock Market Mispricing — Evidence from Australia, *Pacific-Basin Finance Journal*
- Chen, Qi., Itay Goldstein dan Wei Jiang. 2005, Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price, The 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting at Indiana University
- Chen, Q., Goldstein, I., Jiang, W., 2007. Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price, *The Review of Financial Studies*
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Peterson, B.C., 1988. *Financing Constraints and Corporate Investment*, Brookings Paper on Economic Activity
- Hovakimian, A. dan Gayane., 2009. Cash Flow Sensitivity of Investment. *European Financial Mnagement*, Vol. 15, No. 1, 2009, 47-65.
- Kaplan, S.N., Zingales, L., 1997. Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated With Cash Flow?, *Quarterly Journal of Economics*
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., 1990. The Stock Market and Investment: Is the Market A Sideshow? *Brookings Papers on Economic Activity*
- Kaaro, Hermeindito. 2004, *Informasi Asimetri dan Kontrol Manajemen: Analisis Kepekaan Investasi dan Leverage Terhadap Pemilihan Sumber-Sumber Pendanaan*, Desertasi Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada (Tidak Dipublikasikan)
- Rinofah, Risal., 2009. Mispricing dan Investasi di Indonesia, Tesis Program Magister Sains dan Doktor Ilmu-Ilmu Ekonomi FEB Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, Tidak Dipublikasikan
- Stein, J.C., 1996. Rational Capital Budgeting in An Irrational World, *Journal of Business*.