

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan Investasi Aktiva Tetap pada Perusahaan yang Dikelompokkan dalam *Financially Constrained*

Rina Adi Kristianti

Abstrak

Penelitian ini dilakukan guna menguji apakah keputusan investasi aktiva tetap perusahaan-perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta periode 1996 - 2000, dipengaruhi oleh likuiditas yang dimiliki perusahaannya. Perusahaan-perusahaan tersebut akan dikelompokkan menjadi tiga berdasarkan kenaikan atau penurunan dividend per *share*-nya yaitu perusahaan yang melakukan peningkatan dividend per share akan dikategorikan sebagai *not financially constrained*, perusahaan yang tidak melakukan perubahan terhadap dividend per *share*-nya dikategorikan sebagai *partially financially constrained* dan perusahaan yang melakukan penurunan terhadap dividend per *share* akan dikategorikan sebagai *financially constrained*. Untuk memperbaiki hasil pengelompokkan maka akan digunakan analisis diskriminan dengan menggunakan sembilan rasio keuangan. Hasilnya menunjukkan perusahaan yang dikelompokkan dalam *not financially constrained* dalam melakukan investasi aktiva tetapnya lebih tergantung pada likuiditas yang dimiliki (*internal fund*) dibandingkan dengan perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained*.

Kata kunci : Financially constrained

A. Pendahuluan

Di Dalam situasi perekonomian global, perusahaan melakukan kegiatan ekonomi tanpa batas Negara. Kondisi ini menimbulkan persaingan yang ketat antar perusahaan. Menghadapi kondisi yang demikian setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi, sehingga

dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen, seperti di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik.

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting dalam kegiatan perusahaan, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah keputusan investasi. Keputusan investasi meliputi investasi dalam persediaan (*inventory*), investasi dalam piutang, investasi dalam kas, investasi dalam aktiva tetap dan saham. Perusahaan melakukan investasi dalam aktiva lancar (piutang, kas) dengan

harapan perusahaan memperoleh kembali dana yang telah diinvestasikan. Selain itu perusahaan melakukan investasi pada aktiva tetap dengan harapan perusahaan memperoleh kembali dana yang diinvestasikan. Perbedaan antara kedua investasi tersebut tertetak dalam jangka waktu dan cara pengembalian dana yang diinvestasikan. Keseluruhan proses perencanaan dan pengambilan keputusan mengenai pengeluaran dana dengan jangka waktu pengembalian dana melebihi waktu satu tahun disebut "Capital Budgeting." (Bambang Riyanto, 1980). Golongan pengeluaran yang termasuk dalam *capital budgeting* adalah pengeluaran dana untuk pembelian aktiva tetap (*plant investment*) seperti tanah, bangunan-bangunan, mesin-mesin dan peralatan-peralatan lainnya.

Sumber-sumber dana yang diperlukan untuk melakukan investasi dapat berasal dari dalam perusahaan (*internal fund*) dan dari luar perusahaan (*external fund*). Dalam menggunakan sumber dana untuk investasi, perusahaan harus memperhatikan biaya modal (*cost of capital*) baik biaya modal internal maupun modal eksternal.

Menurut Myers (1984) *hipotesis pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan internal equity terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external fund*, maka perusahaan akan mengeluarkan debt sebelum menggunakan *external equity*.

Rina Adi Kristianti, SE., M. Si, Dosen tetap STIE Trisakti

Pemilihan *internal equity* oleh perusahaan dibandingkan dengan *external finance* dapat dijelaskan oleh dua pandangan yang berbeda. Donaldson (1961) dalam Adedeji (1998) menyatakan bahwa *internal equity* dipilih karena perusahaan ingin menghindari *flotation cost* yang biasanya menyertai penggunaan *external finance*. Myers dan Majluf (1984) menyetujui pandangan bahwa perusahaan memilih *internal equity* karena adanya *flotation cost*. Mereka menyatakan bahwa manfaat bersih dari pendanaan yang diperoleh dari debt (dalam kaitannya dengan *tax shield* dan resiko dari *financial distress*), kemungkinan akan lebih besar dibandingkan dengan *flotation cost*. Myers dan Majluf (1984) juga menyetujui pandangan bahwa perusahaan bergantung pada *internal fund* karena ingin memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini. Penjualan saham-saham baru tidak menarik bagi para pemegang saham saat ini, karena biasanya akan mengarah pada penurunan harga saham perusahaan yang bersangkutan di pasar.

Disamping itu menurut Fazzari, Hubbard dan Petersen (1988) adanya informasi asimetris pada sumber pendanaan eksternal akan menimbulkan biaya yang lebih mahal dibandingkan dengan biaya yang harus dikeluarkan pada sumber pendanaan internal. Informasi asimetris timbul karena pemilik sumber eksternal tidak dapat mengetahui kualitas investasi dimana dananya akan ditanamkan. Hal tersebut yang menjadi penyebab sehingga *opportunity cost* sumber pendanaan eksternal seperti hutang lebih mahal dibandingkan dengan sumber pendanaan internal seperti kas.

Adanya biaya yang lebih murah pada sumber pendanaan internal menyebabkan perusahaan dalam membuat keputusan investasi akan memperimbangan ketersediaan sumber pendanaan internal. Salah satu sumber pendanaan internal berupa aliran kas (*cash flow*). Keputusan investasi yang akan dibuat oleh perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan kas yang dapat memenuhi kebutuhan jangka panjang

maupun jangka pendek atau disebut dengan likuiditas perusahaan. Perusahaan harus menjaga likuiditas agar tidak terganggu, sehingga tidak mengganggu kelancaran aktivitas perusahaan untuk melakukan investasi dan tidak kehilangan kepercayaan dari pihak luar.

Berkaitan dengan hal tersebut, penulis akan melihat pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada masing-masing kelompok perusahaan berdasarkan pada tingkat *financially constrained* (kendala keuangan). Sebaliknya, perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* merupakan perusahaan yang tidak mempunyai kendala keuangan dalam melakukan investasi. Indikator awal untuk melihat suatu perusahaan dikategorikan sebagai *not financially constrained* adalah perusahaan yang melakukan peningkatan *dividend per share*. Peningkatan *dividend per share* tersebut menunjukkan perusahaan mempunyai prospek cerah. Di samping itu, dividen kas (*cash dividend*) akan dibayar oleh perusahaan apabila tersedia uang tunai yang cukup atau perusahaan memiliki likuiditas yang baik (Lukas, 1999). Pada tahap selanjutnya, untuk mengetahui suatu perusahaan dikategorikan ke dalam *financially constrained* atau *not financially constrained* dapat dilihat melalui rasio-rasio keuangan. Perusahaan-perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* akan memiliki rasio keuangan yang superior sebaliknya perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained* akan memiliki rasio keuangan yang inferior. (Sean Cleary, 1999).

Beberapa rasio keuangan yang dapat digunakan untuk membedakan apakah suatu perusahaan dikategorikan sebagai *not financially constrained* atau *financially constrained* adalah *current ratio*, *net fixed assets*, *dividend payout ratio*, *net income margin*, *fixed charge coverage*, *debt ratio*, *net sales growth*, *cash flow/net fixed assets*, dan *investment/net fixed assets*. Menurut Sean Cleary (1999) perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* akan memiliki *current ratio*

tertinggi karena perusahaan menggunakan sumber dana internal untuk melakukan investasi. Dengan keputusan ini perusahaan akan mempunyai jumlah hutang yang lebih kecil bagi pembiayaan investasi. Di samping itu, perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* akan memiliki *net fixed assets* yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained*. Perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* tidak memiliki kendala keuangan dalam melakukan investasi sehingga akan melakukan investasi lebih banyak pada *fixed assets*. Dengan demikian jumlah *fixed assets* yang dimiliki lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained*.

Rasio selanjutnya untuk mengelompokkan perusahaan dengan menggunakan *dividend payout ratio*. Perusahaan yang *not financially constrained* akan memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi dibandingkan perusahaan yang dikategorikan dalam *financially constrained*. Perusahaan yang dikategorikan dalam *financially constrained* akan membatasi pembayaran dividen karena sebagian besar dana digunakan untuk membayar hutang. Rasio keempat untuk membedakan perusahaan dengan menggunakan *net income margin*. Perusahaan yang *not financially constrained* akan memiliki *net income margin* yang tinggi karena mempunyai kondisi keuangan yang lebih baik daripada perusahaan yang *financially constrained*. Pada kondisi ini perusahaan yang *not financially constrained* mempunyai kesempatan yang lebih besar dalam menciptakan keuntungan melalui penjualan. Rasio kelima dengan menggunakan *fixed charge coverage ratio*. Nilai *fixed charge coverage ratio* bagi perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* akan lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan *financially constrained*. Perusahaan yang digolongkan dalam *not financially constrained* akan menggunakan hutang rendah sehingga *interest expense* (beban bunga) yang dibayarkan relatif rendah.

Di dalam memahami *debt ratio*, perusahaan yang *financially constrained* akan memiliki *debt ratio* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang *not financially constrained*. Hal ini disebabkan perusahaan yang dikelompokkan sebagai *financially constrained* sebagian besar sumber pendanaan berasal dari hutang sehingga *debt ratio*nya akan lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang dikategorikan dalam *not financially constrained*. Pada *ratio net sales growth*, perusahaan *not financially constrained* memiliki rasio ini lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang *financially constrained*. Perusahaan yang *not financially constrained* memiliki prospek yang cerah sehingga penjualan akan meningkat dari tahun ke tahun.

Indikator selanjutnya adalah *cash flow/net fixed assets* yang merupakan indikator likuiditas, dimana bagi perusahaan yang *not financially constrained* akan memiliki likuiditas yang tinggi dibandingkan perusahaan yang *financially constrained*. Perusahaan dengan likuiditas tinggi memiliki kemampuan yang besar untuk membiayai investasinya dari sumber pendanaan internal. Indikator terakhir adalah dengan menggunakan *investment/net fixed assets*. Perusahaan yang *not financially constrained* akan memiliki rasio *investment/net fixed assets* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang *financially constrained*. Hal ini disebabkan perusahaan mendapat kemudahan dalam pembiayaan investasi.

Berdasarkan penelitian yang dilakukannya, Sean Cleary (1999) membagi perusahaan menjadi tiga kategori yaitu *financially constrained* (FC), *partially financially constrained* (PFC) dan *not financially constrained* (FC). Pembagian ketiga kelompok tersebut didasarkan pada *dividend per share* yang dibagikan oleh perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan *dividend per share* maka perusahaan tersebut dikategorikan sebagai perusahaan yang *not financially constrained*. Sedangkan perusahaan yang tidak melakukan perubahan terhadap *dividend per share*nya (tidak

meningkatkan maupun menurunkan) maka dikategorikan sebagai perusahaan yang *partially financially constrained*. Pada perusahaan yang menurunkan *dividend per share*nya dikategorikan sebagai perusahaan yang *financially constrained*. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa keputusan investasi suatu perusahaan dipengaruhi oleh likuiditas perusahaan, dimana semakin rendah tingkat *financially constrained* perusahaan (*not financially constrained*) maka akan semakin sensitif keputusan investasi terhadap likuiditas perusahaan.

Perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* sumber pendanaan untuk melakukan investasi lebih banyak berasal dari sumber pendanaan internal. Pada golongan ini keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan sumber pendanaan internal (tingkat likuiditas perusahaan). Pendapat ini didukung oleh Kaplan dan Zingales (1997) bahwa perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* keputusan investasi tergantung pada likuiditas dibandingkan perusahaan yang dikelompokkan sebagai *financially constrained*. Sebaliknya, menurut Fazzari, Hubbard dan Petersen (1988) perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained* dalam melakukan investasinya akan lebih tergantung kepada likuiditas dibandingkan perusahaan yang dikelompokkan dalam *not financially constrained*. Berdasarkan perbedaan tersebut maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian yang serupa di Indonesia.

B. Perumusan masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut permasalahan pertama adalah "Apakah variabel-variabel yang disebutkan di atas secara bersama-sama berpengaruh signifikan dalam mengelompokkan perusahaan sebagai NFC (*Not Financially Constrained*), PFC (*Partially Financially Constrained*) dan FC (*Financially Constrained*)?" Permasalahan kedua adalah "Bagaimanakah pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap yang dilakukan oleh perusahaan pada masing-masing kelompok?"

C. Pengembangan hipotesis

Ada beberapa rasio yang digunakan untuk mengelompokkan perusahaan berdasarkan tingkat *financially constrained*-nya yaitu :

a. *Cash flow/Net Fixed Assets*

Kaplan dan Zingales (1997) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki kas yang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Kaplan dan Zingales sesuai pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Sean Cleary (1999) yang menyatakan bahwa *cash flow/net fixed assets* merupakan ukuran likuiditas.

Perusahaan yang dikelompokkan sebagai *not financially constrained* mempunyai likuiditas yang lebih tinggi sehingga mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk membiayai investasinya dari sumber pendanaan internal dibandingkan perusahaan yang dikelompokkan sebagai *financially constrained*.

b. *Investment/Net fixed assets*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Sean Cleary (1999) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki investasi yang lebih banyak dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hal ini dikarenakan adanya kemudahan dalam hal pembiayaan investasi pada perusahaan yang dikelompokkan sebagai *not financially constrained* dibandingkan perusahaan yang dikelompokkan sebagai *financially constrained*.

c. *Dividend payout*

Kaplan dan Zingales (1997) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *dividend payout* lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hal ini disebabkan pada perusahaan yang

dikategorikan sebagai *financially constrained* akan membatasi pembayaran dividen karena dananya digunakan untuk membayar hutang.

d. *Net fixed assets*

Sean Cleary (1999) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *net fixed assets* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* lebih mudah dalam mendanai investasinya sehingga akan dapat melakukan investasi lebih banyak pada *fixed assets*, dengan demikian jumlah *fixed assets* yang dimiliki lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan pada kategori yang lain.

e. *Net income margin*

Sean Cleary (1999) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *net income margin* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hal ini disebabkan perusahaan yang *not financially constrained* mempunyai kondisi keuangan yang lebih baik daripada perusahaan yang *financially constrained*. Perusahaan yang *not financially constrained* mempunyai kesempatan yang lebih besar dalam menciptakan keuntungan melalui penjualannya dibandingkan dengan perusahaan yang *financially constrained*.

f. *Current ratio*

Sean Cleary (1999) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *current ratio* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* (FC) yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hal ini dikarenakan pada perusahaan yang dikelompokkan sebagai *not financially constrained* (NFC) sumber pendanaan untuk melakukan investasi lebih banyak

berasal dari sumber pendanaan internal. Pada kondisi ini perusahaan akan mempunyai jumlah hutang yang lebih kecil bagi pembiayaan investasinya dibandingkan dengan perusahaan yang dikelompokkan sebagai FC. Dengan demikian maka nilai *current ratio* akan lebih tinggi pada perusahaan yang dikelompokkan sebagai NFC dibandingkan dengan perusahaan yang dikelompokkan sebagai FC.

g. *Fixed charge coverage*

Sean Cleary (1999) dalam penelitiannya secara signifikan menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *fixed charge coverage ratio* lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hal ini dikarenakan perusahaan yang dikategorikan sebagai *not financially constrained* akan lebih kecil membiayai investasinya dari hutang, sehingga *interest expense* (beban bunga) yang dibayar juga akan lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan yang dikelompokkan sebagai *financially constrained*.

h. *Debt ratio*

Kaplan dan Zingales serta Sean Cleary dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*). Hal ini dikarenakan pada perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained* sebagian besar sumber pendanaan untuk aktivitasnya berasal dari hutang dibandingkan dari sumber pendanaan internal.

i. *Net Sales Growth*

Kaplan dan Zingales serta Sean Cleary (1999) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih rendah (*not financially constrained*) maka akan memiliki *net sales growth* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *financially constrained* yang lebih tinggi (*financially constrained*).

Berdasarkan keterangan di atas maka hipotesis dari penelitian ini adalah:
H1: *Current ratio, debt ratio, fixed charge coverage ratio, net income margin, cash flow/net fixed assets, investment/net fixed assets, net sales growth, dividend payout ratio, net fixed assets secara simultan dapat menjelaskan perbedaan tingkat financially constrained.*

Pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* maka kenaikan likuiditas (*cash flow/net fixed assets*) akan meningkatkan pula investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Dengan demikian pada perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained*, semakin besar likuiditas yang dimiliki oleh perusahaan maka akan semakin banyak pula keputusan investasi pada aktiva tetap yang dibuat oleh perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* mempunyai lebih banyak likuiditas dan hutang yang sedikit sehingga akan lebih banyak menggunakan likuiditasnya untuk membiayai investasi tetapnya. Karena itu, pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* dalam membuat keputusan investasi aktiva tetapnya akan lebih tergantung pada tersedianya likuiditas perusahaan.
H2: Pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* maka akan tergantung (semakin peka) terhadap likuiditas dalam melakukan investasi aktiva tetapnya dibandingkan pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *partially financially constrained dan financially constrained.*

D. Populasi, sampel penelitian dan metode penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Teknik pengambilan sampel adalah purposive sampling yaitu teknik pengambilan sampel non-probabilitas berdasarkan pengalaman individu atau judgement memilih sampel sesuai karakteristik yang dibutuhkan dalam penelitian.

Kriteria yang peneliti gunakan untuk pengambilan sampel adalah a) Perusahaan industri barang konsumsi yang telah listed di Bursa Efek Jakarta. b) Tersedia laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan selama periode 1996 sampai 2000.

Setelah didapatkan sampel maka dilakukan pengelompokan perusahaan-perusahaan ke dalam tiga kelompok berdasarkan *dividend per share*-nya. Bila *dividend per share* mengalami peningkatan maka perusahaan tersebut dikategorikan dalam *not financially constrained*, bila tidak mengalami peningkatan atau penurunan *dividend per share* maka dikategorikan dalam *partially financially constrained* dan bila mengalami penurunan *dividend per share* maka dikategorikan dalam *financially constrained*.

Untuk lebih memperbaiki pengelompokannya maka akan digunakan analisis diskriminan dengan menambahkan sembilan rasio keuangan yaitu :

1. Cash flow/Net Fixed Assets

Aliran kas (*cash flow*) merupakan penjumlahan *net income* dengan semua jenis penyusutan (dan atau amortisasi) dan kemudian dijumlahkan dengan selisih pembayaran pajak yang ditangguhkan tahun ke-t dengan tahun ke t-1.

Net income merupakan penjumlahan laba bersih dengan pos luar biasa dan atau operasi yang tidak dilanjutkan.

2. Investment/Net Fixed Assets

Investasi merupakan *net capital expenditure* yaitu merupakan selisih aktiva tetap tahun ke-t dengan tahun ke-t-1 yang kemudian dijumlahkan dengan hasil penjualan aktiva tetap.

3. Dividen Payout

Rasio ini didapatkan dengan membagi dividen kas yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham dengan *net income*.

4. Net Fixed Assets

Net fixed asset merupakan nilai buku aktiva tetap yaitu selisih antara aktiva tetap dengan penyusutan.

5. Net Income Margin

Net income margin didapatkan dengan membagi *net income* dengan penjualan bersih.

6. Current Ratio

Current ratio didapatkan dengan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar.

7. Fixed Charge Coverage Ratio

Rasio ini didapatkan dengan membagi EBIT dengan penjumlahan antara beban bunga dan pembayaran dividen preferen.

8. Debt Ratio

Rasio ini didapatkan dengan membagi total hutang (kewajiban lancar ditambah dengan kewajiban jangka panjang) dengan aktiva total.

9. Net Sales Growth

Rasio pertumbuhan penjualan bersih didapatkan dengan membagi selisih penjualan bersih tahun t dengan penjualan bersih tahun t-1.

Setelah dilakukan analisis diskriminan maka akan didapatkan tiga kelompok perusahaan yaitu *not financially constrained*, *partially financially constrained* dan *financially constrained*. Kemudian masing-masing kelompok dilakukan regresi antara *cash flow/net fixed assets* sebagai variabel independen (x) dan *investment/net fixed assets* sebagai variabel dependen (y).

E. Hasil Penelitian

1. ANALISIS DISKRIMINAN

Untuk mengelompokkan perusahaan-perusahaan ke dalam kelompok menurut tingkat *financially constrained*-nya digunakan analisis diskriminan. Hasil analisis diskriminan ini adalah sebagai berikut :

TABEL 1
Hasil Analisis Diskriminan

| Wilks' Lambda | | | | |
|---------------------|---------------|------------|----|------|
| Test of Function(s) | Wilks' Lambda | Chi-square | df | Sig. |
| 1 through 2 | .373 | 145.798 | 18 | .000 |
| 2 | .672 | 58.726 | 8 | .000 |

Dari tabel di atas, terlihat bahwa taraf signifikansi dari analisis diskriminan adalah 0.000 dimana lebih kecil dari α yaitu 0.05 berarti hipotesis yang menyatakan bahwa *current ratio*, *debt ratio*, *fixed charge coverage ratio*, *net income margin*, *cash flow/net fixed assets*, *investment/net fixed assets*, *net sales growth*, *dividend payout ratio*, *net fixed assets* secara simultan dapat menjelaskan perbedaan tingkat *financially constrained* perusahaan diterima atau terbukti.

TABEL 2
Hasil Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Analisis Diskriminan

| STATUS | | Predicted Group Membership | | | Total | |
|------------------------------|-------|----------------------------|------|------|-------|-------|
| | | 1.00 | 2.00 | 3.00 | | |
| Original | Count | 33 | 3 | 9 | 45 | |
| | 2.00 | 2 | 41 | 6 | 49 | |
| | 3.00 | 6 | 6 | 49 | 61 | |
| | % | 73.3 | 6.7 | 20.0 | 100.0 | |
| Cross-validated ^a | Count | 30 | 3 | 12 | 45 | |
| | 2.00 | 3 | 40 | 6 | 49 | |
| | 3.00 | 7 | 7 | 47 | 61 | |
| | % | 66.7 | 6.7 | 26.7 | 100.0 | |
| | | 2.00 | 6.1 | 91.6 | 12.2 | 100.0 |
| | | 3.00 | 11.5 | 11.5 | 77.0 | 100.0 |

a. Cross validation is done only for those cases in the analysis. In cross validation, each case is classified by the functions derived from all cases other than that case.

b. 79.4% of original grouped cases correctly classified.

c. 75.5% of cross-validated grouped cases correctly classified.

Tabel di atas menunjukkan bahwa kelompok satu mula-mula berjumlah 45 perusahaan, kelompok dua berjumlah 49 perusahaan dan kelompok tiga berjumlah 61 perusahaan. Setelah dilakukan analisis diskriminan maka untuk kelompok satu (*not financially constrained*) 33 perusahaan diklasifikasikan secara benar atau sebesar 73.3%, sementara terjadi *misclassification* sejumlah 3 perusahaan dikelompokkan ke kelompok dua (6.7%) dan 9 perusahaan diklasifikasikan ke dalam kelompok tiga (20%).

Untuk kelompok dua (*partially financially constrained*) 41 perusahaan diklasifikasikan secara benar atau sebesar 83.7%, sementara terjadi *misclassification* sejumlah 2 perusahaan dikelompokkan ke kelompok satu (4.1%) dan 6 perusahaan

diklasifikasikan ke dalam kelompok tiga (12.2%).

Sementara untuk kelompok tiga (*financially constrained*) 49 perusahaan diklasifikasikan secara benar atau sebesar 80.3%, sementara terjadi *misclassification* sejumlah 6 perusahaan dikelompokkan ke kelompok satu (9.8%) dan 6 perusahaan diklasifikasikan ke dalam kelompok dua (9.8%).

2. ANALISIS DENGAN MENGGUNAKAN HASIL ANALISIS DISKRIMINAN

a. Untuk kelompok I (*not financially constrained*)

Dari uji regresi linier untuk kelompok I (perusahaan *not financially constrained*) didapatkan hasil p value 0.015 lebih kecil dari α (0.05) berarti hipotesis yang menyatakan ada pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap diterima untuk perusahaan yang dikategorikan dalam *not financially constrained*.

Persamaan regresi yang dihasilkan yaitu $Y = 0.298 + 0.298X$. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* mempunyai pengaruh yang positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap, sehingga jika *cash flow/net fixed assets* naik Rp 1,00 maka *investment/net fixed assets* akan naik juga sebesar Rp 0.298. Maka semakin besar nilai likuiditas (X) semakin besar pula investasi aktiva tetap (Y). Tetapi pengaruh *cash flow/net fixed assets* (X) terhadap *investment/net fixed assets* hanya kecil sekali yaitu sebesar 14.2%, sementara sisanya yaitu 85.8% dipengaruhi oleh variabel lain selain *cash flow/net fixed assets*.

TABEL 3
Rekap Tabel Hasil Dengan Analisis Diskriminan

| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok I (<i>Not Financially Constrained</i>) | | | |
|---|-----------|---------|--------------|
| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
| (Constant) | 0.298 | 2.182 | 0.035 |
| Cash Flow | 0.298 | 2.545 | 0.015 |
| R Square | 0.142 | | |
| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok II (<i>Partially Financially Constrained</i>) | | | |
| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
| (Constant) | 0.113 | 4.097 | 0.000 |
| Cash Flow | 1.028E-02 | 0.365 | 0.717 |
| R Square | 0.003 | | |
| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok III (<i>Financially Constrained</i>) | | | |
| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
| (Constant) | 0.320 | 9.826 | 0.000 |
| Cash Flow | -0.116 | -2.022 | 0.048 |
| R Square | 0.063 | | |

TABEL 4
Rekap Tabel Hasil Dengan Perubahan DPS

| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok I (<i>Not Financially Constrained</i>) | | | |
|---|-----------|---------|--------------|
| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
| (Constant) | 0.233 | 2.126 | 0.039 |
| Cash Flow | 0.369 | 3.321 | 0.02 |
| R Square | 0.204 | | |
| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok II (<i>Partially Financially Constrained</i>) | | | |
| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
| (Constant) | 0.302 | 6.965 | 0.000 |
| Cash Flow | 0.01246 | 0.209 | 0.835 |
| R Square | 0.001 | | |
| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok III (<i>Financially Constrained</i>) | | | |
| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
| (Constant) | 0.109 | 3.418 | 0.001 |
| Cash Flow | 0.0327 | 1.023 | 0.312 |
| R Square | 0.022 | | |

b. Untuk kelompok II (*partially financially constrained*)

Dari uji regresi linier untuk kelompok II (perusahaan *partially financially constrained*) didapatkan hasil p value 0.717 lebih besar dari α (0.05) berarti hipotesis yang menyatakan ada pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap ditolak untuk perusahaan yang dikategorikan dalam *partially financially constrained*.

c. Untuk kelompok III (*financially constrained*)

Dari uji regresi linier untuk kelompok III (perusahaan *financially constrained*) didapatkan hasil p value 0.048 lebih kecil dari α (0.05) berarti hipotesis yang menyatakan ada pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva

tetap diterima untuk perusahaan yang dikategorikan dalam *financially constrained*. Persamaan regresi yang dihasilkan yaitu $Y = 0.320 - 0.116X$. Hal ini menunjukkan perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *financially constrained* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap keputusan investasi aktiva tetap, sehingga jika *cash flow/net fixed assets* naik Rp 1,00 maka *investment/net fixed assets* akan turun sebesar Rp 0.116. Maka semakin kecil nilai likuiditas (X) semakin besar pula investasi aktiva tetap (Y). Pengaruh *cash flow/net fixed assets* (X) terhadap *investment/net fixed assets* hanya sebesar 4.4%, sisanya yaitu sebesar 93.7% dipengaruhi oleh variabel lain selain *cash flow/net fixed assets*.

Analisis di atas yang dilakukan dengan menerapkan hasil analisis diskriminan dengan menggunakan sembilan variabel, untuk mengidentifikasi apakah suatu perusahaan dikelompokkan dalam *not financially constrained*, *partially financially constrained* dan *financially constrained*. Sebagai perbandingan klasifikasi perusahaan dapat juga dilakukan dengan menggunakan perubahan DPS. Pertanyaan yang dapat diajukan adalah apakah klasifikasi yang menggunakan analisis diskriminan menghasilkan model yang lebih baik daripada klasifikasi berdasarkan perubahan DPS. Hasil analisis dengan menggunakan perubahan DPS disajikan pada Tabel 4.

3. ANALISIS DENGAN MENGGUNAKAN PERUBAHAN DPS

Dari uji regresi linier untuk kelompok I (perusahaan *not financially con-*

strained) didapatkan hasil p value 0.02 lebih kecil dari α (0.05) berarti hipotesis yang menyatakan ada pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap diterima untuk perusahaan yang dikategorikan dalam *not financially constrained*. Persamaan regresi yang dihasilkan yaitu $Y = 0.233 + 0.369 X$. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* mempunyai pengaruh yang positif terhadap keputusan investasi aktiva tetap, sehingga jika *cash flow/net fixed assets* naik Rp 1,00 maka *investment/net fixed assets* akan naik juga sebesar Rp 0.369. Maka semakin besar nilai likuiditas (X) semakin besar pula investasi aktiva tetap (Y). Pengaruh *cash flow/net fixed assets* (X) terhadap

pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap ditolak untuk perusahaan yang dikategorikan dalam *partially financially constrained*.

Kelompok III (perusahaan *financially constrained*) didapatkan hasil p value 0.312 lebih besar dari α (0.05) berarti hipotesis yang menyatakan ada pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap ditolak untuk perusahaan yang dikategorikan dalam *not financially constrained*.

4. PERBANDINGAN HASIL ANTARA ANALISIS DISKRIMINAN DENGAN PERUBAHAN DPS

Dari hasil analisis tersebut nampak bahwa penggunaan analisis diskriminan menghasilkan model yang lebih baik karena :

Perusahaan yang dikelompokkan dalam *partially financially constrained*, penggunaan analisis diskriminan akan mendapatkan hasil yang relatif sama dengan menggunakan perubahan DPS. Hal ini dibuktikan dengan taraf signifikansi pada analisis diskriminan yang hampir sama dibandingkan dengan menggunakan perubahan DPS.

Perusahaan yang dikelompokkan dalam *financially constrained*, penggunaan analisis diskriminan akan mendapatkan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan menggunakan perubahan DPS. Hal ini dibuktikan dengan taraf signifikansi pada analisis diskriminan yang lebih kecil dibandingkan dengan menggunakan perubahan DPS, yaitu sebesar 4.8%. Selain itu hasil juga dibuktikan oleh nilai R^2 sebesar 6.3%.

TABEL 5

Rekap Tabel Perbandingan Hasil Dengan Analisis Diskriminan dengan Perubahan DPS

| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok I (<i>Not Financially Constrained</i>) | | |
|---|------------------------|------------------------|
| Hasil | Analisis Diskriminan | Perubahan DPS |
| Uji Autokorelasi | Lolos | Lolos |
| Uji Heteroskedastisitas | Lolos | Lolos |
| Signifikansi | 0.015 | 0.02 |
| R square | 0.142 | 0.204 |
| Hubungan | Positif | Positif |
| Persamaan | $Y = 0.298 + 0.298 X$ | $Y = 0.233 + 0.369 X$ |
| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok II (<i>Partially Financially Constrained</i>) | | |
| Hasil | Analisis Diskriminan | Perubahan DPS |
| Uji Autokorelasi | Autokorelasi | Lolos |
| Uji Heteroskedastisitas | Lolos | Heteroskedastisitas |
| Signifikansi | 0.717 | 0.835 |
| R square | 0.003 | 0.001 |
| Hubungan | Positif | Positif |
| Persamaan | $Y = 0.113 + 0.01028X$ | $Y = 0.302 + 0.01246X$ |
| Hasil Analisis Regresi Untuk Kelompok III (<i>Financially Constrained</i>) | | |
| Hasil | Analisis Diskriminan | Perubahan DPS |
| Uji Autokorelasi | Lolos | Autokorelasi |
| Uji Heteroskedastisitas | Lolos | Lolos |
| Signifikansi | 0.048 | 0.312 |
| R square | 0.063 | 0.022 |
| Hubungan | Negatif | Positif |
| Persamaan | $Y = 0.320 - 0.116X$ | $Y = 0.109 + 0.0327X$ |

investment/net fixed assets hanya sebesar 20.4%, sisanya yaitu sebesar 79.4% dipengaruhi oleh variabel lain selain *cash flow/net fixed assets*.

Sementara untuk kelompok II (perusahaan *partially financially constrained*) didapatkan hasil p value 0.835 lebih besar dari α (0.05) berarti hipotesis yang menyatakan ada

Perusahaan yang dikelompokkan dalam *not financially constrained*, penggunaan analisis diskriminan akan mendapatkan hasil yang tidak jauh berbeda dengan menggunakan perubahan DPS. Hal ini dibuktikan dengan taraf signifikansi pada analisis diskriminan lebih kecil dibandingkan dengan menggunakan perubahan DPS.

F. Kesimpulan

1. Variabel-variabel *current ratio, debt ratio, fixed charge coverage ratio, net income margin, cash flow/net fixed assets, net sales growth, dividend payout ratio, net fixed assets* secara simultan dapat menjelaskan tingkat perbedaan *financially constrained* perusahaan. Hal ini dilihat dari hasil setelah menggunakan metode *direct discriminant analysis*, dimana p value sebesar $0.000 < \alpha$ (0.005).
2. Pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap pada masing-masing kelompok adalah sebagai berikut :
 - a. Perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained*. Perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained*, likuiditas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi aktiva tetap, dengan koefisien regresi yang positif. Dengan demikian, semakin besar nilai *cash flow/net fixed assets* (X) semakin besar pula *investment/net fixed assets* (Y). Adanya pengaruh yang signifikan dan positif tersebut disebabkan

perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained* mempunyai likuiditas yang besar dan hutang yang sedikit sehingga likuiditas yang tersedia lebih banyak untuk membiayai investasi aktiva tetapnya.

- b. Perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *partially financially constrained*.

Perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *partially financially constrained*, likuiditas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi aktiva tetap.

Tidak terdapat pengaruh yang signifikan tersebut disebabkan perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *partially financially constrained*, tidak mempunyai hutang sebesar perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained*, tetapi juga tidak memiliki tingkat likuiditas sebaik perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *not financially constrained*. Dengan demikian perusahaan yang dikelompokkan sebagai *partially financially constrained* masih dapat memperoleh sumber pendanaan eksternal bagi investasinya.

- c. Perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *financially constrained*.

Perusahaan-perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *financially constrained*, likuiditas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi aktiva tetap, dengan koefisien regresi yang negatif. Dengan demikian, semakin besar nilai *cash flow/net fixed assets (X)* semakin kecil *investment/net fixed assets (Y)*.

Adanya pengaruh yang signifikan dan negatif tersebut disebabkan perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *financially constrained* mempunyai likuiditas yang kecil dan hutang yang besar sehingga likuiditas yang tersedia lebih banyak untuk membayar hutang-

nya. Disamping itu, kondisi perusahaan dimana *cash flow* semakin kecil tetapi investasi semakin meningkat adalah disebabkan adanya tambahan modal dari luar yang digunakan untuk investasi misalnya dengan adanya *right issue* sehingga perusahaan mendapatkan tambahan dana yang akan digunakan untuk investasi aktiva tetapnya. Beberapa perusahaan *sample* ternyata melakukan *right issue* untuk menambah ekuitasnya yang diperlukan untuk investasi.

3. Penggunaan analisis diskriminan mampu mengelompokkan perusahaan menurut *financially constrained*-nya lebih baik dibandingkan jika hanya menggunakan perubahan DPS saja. Hal ini terutama nampak untuk kelompok III (*financially constrained*) dimana untuk analisis diskriminan mendapatkan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan perubahan DPS saja.

G. Saran

1. Penelitian yang akan datang diharapkan untuk menambah jumlah variabel independen (X) yang relevan dengan investasi seperti kesempatan investasi yang diprosikan dengan *market value/net fixed assets*.
2. Penelitian yang akan datang, dengan mengacu pada penelitian ini disarankan untuk membandingkan periode sebelum dan sesudah krisis apakah ada perbedaan antara pengaruh likuiditas terhadap keputusan investasi aktiva tetap bagi perusahaan-perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta antara periode sebelum krisis dan sesudah krisis tersebut. **U**

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. (1998), "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm In The UK". *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 : 1127 - 1155.
- Atmaja, S. L. (1999), *Manajemen Keuangan Edisi Revisi*, Andi, Yogyakarta.
- Baskin, J. (1989), "An Emprical Investlgallon of Pecking Order Hyphothesis", *Financial Management*, Spring : 26 35.
- Brigham, E. F & Louls C. G (1996), *Intermediate Financial Management*, Prentice Hall, Philadelphia.
- Cleary, Sean (1999), "The Relationship between Firm Investment and Financial Status," *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2, (April): 673 - 692.
- Cooper, D.R., & C.W. Emory (1995), *Business Research Methods*, Richard D. Irwin, INC.
- Fazzari, S. R.G. Hubbard & B. Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brooking Papers on Economic Activity*, pp: 141 - 195.
- Gujarati, D. (1997), *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta.
- Hanafi, M.M., & Abdul Halim (1996), *Analisis Laporan Keuangan*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Husnan, S. (1982), *Manajemen Keuangan : Keputusan Investasi dan Pembelanjaan*, BPFE, Yogyakarta.
- Jensen, Michael (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economics Review*, (76) : 323 - 329.
- Kaplan, S.N., & L. Zingales (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *The Quarterly Journal of Economics*, (February): 169 - 215.
- Megginson, W.L (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publisher, United State.
- Myers, S.C & N.S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13 : 187 - 221.
- Riyanto, Bambang (1980), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sartono, Agus (2000), *Ringkasan Teori: Manajemen Keuangan*, BPFE, Yogyakarta.
- Warren, C.R., P.E. Fess and J.M. Reeve (1996), *Accounting*, South-Western Publishing Co, Ohio.
- Weston, J.F and Thomas E.C (1995), *Manajemen Keuangan*, Jilid 1, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Vogt, S.G (1994), "The Cash Flow/Investment Relationship : Evidence from U.S. Manufacturing Firms", *Financial Management*, 23 No 2 (Summer) : 3