

PENGARUH INTERNAL CASH FLOW DAN INSIDER OWNERSHIP TERHADAP CAPITAL EXPENDITURE

Oleh :

Ery Hidayanti

STIE Widya Gama Lumajang

Abstrak

Dalam melakukan keputusan pengeluaran modal, manajemen harus berpedoman pada tujuan utama perusahaan yaitu meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1999). Namun pihak manajemen sebagai pengelola perusahaan seringkali mengambil keputusan, termasuk keputusan pengeluaran modal tidak selalu mengutamakan kepentingan pemegang saham, tetapi keputusan yang diambil diutamakan untuk kepentingan manajer. Hal ini kerap kali menimbulkan konflik kepentingan (*agency conflict*) antara manajer dengan para pemegang saham.

Penelitian ini bersifat *explanatory*, dengan menggunakan 11 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2004-2007. Sumber data external dengan jenis data sekunder (*secondary sources*). Populasi semua perusahaan manufaktur yang go publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2004-2007 dengan Teknik *simple random sampling*, dengan tipe *judgement sample*.

Hasil Pengujian menunjukkan nilai R square 62,6%. Secara simultan ICF dan IO berpengaruh signifikan terhadap CE. Secara parsial variabel ICF berpengaruh terhadap CE dan Variabel IO tidak berpengaruh terhadap CE.

A. LATAR BELAKANG MASALAH

Fokus aktivitas dalam manajemen keuangan adalah menentukan sumber dana dan menentukan alokasi atas dana yang telah diperoleh untuk kegiatan operasi dan pengembangan perusahaan. Aktivitas ini berkaitan dengan aliran kas perusahaan yang dapat dipisahkan menjadi tiga bagian, yaitu aliran kas yang berhubungan dengan aktivitas operasi perusahaan, investasi dan pendanaan (Brigham dan Houston, 2006:59).

Dalam melakukan keputusan pendanaan, perusahaan dapat menggunakan alternative sumber pendanaan internal atau external. Sumber dana internal (*internal sources*)

dibentuk atau dihasilkan sendiri didalam perusahaan, dapat berasal dari keuntungan yang ditahan (*Retained net profit*) dan penyusutan (*depreciations*) dan sumber dana ekstern (*external sources*) yaitu sumber yang berasal dari luar perusahaan yang didapat dari modal sendiri (*ekuitas*) atau utang yang diperoleh dengan melakukan emisi *common stock*, *preffered stock* dan obligasi.

Dalam melakukan keputusan pengeluaran modal, manajemen harus berpedoman pada tujuan utama perusahaan yaitu meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1999). Namun pihak manajemen sebagai

pengelola perusahaan seringkali mengambil keputusan, termasuk keputusan pengeluaran modal tidak selalu mengutamakan kepentingan pemegang saham, tetapi keputusan yang diambil diutamakan untuk kepentingan manajer. Hal ini kerap kali menimbulkan konflik kepentingan (*agency conflict*) antara manajer dengan para pemegang saham.

Whited (1992) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang tergolong *financially distressed* menunjukkan ketergantungan yang lebih besar pada *cash flow* dalam pendanaan pengeluaran modal dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan non- *financially distressed*. Hal ini menunjukkan bahwa *distressed firm* mengalami keterbatasan pembiayaan sehingga meningkatkan perilaku perusahaan ke *pecking order*. Sedangkan menurut hipotesis manajerial terjadi hal yang sebaliknya, yaitu keputusan pengeluaran modal menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham.

Penggunaan *internal cash flow* yang berlebihan dalam keputusan pengeluaran modal yang bertujuan untuk kepentingan pribadi manajer dilakukan oleh manajer yang memiliki tingkat kepemilikan (*insider ownership*) yang relatif kecil atas saham perusahaan, karena hal ini sulit termonitor oleh pemegang saham. Seperti yang dikutip oleh Griner dan Gordon (1995) dan Marris (1964) yang menekankan bahwa penyebab konflik adalah *internal cash flow* dan pengeluaran modal, dengan menyatakan bahwa kecenderungan para manajer mempertahankan dan menginvestasikan kembali porsi earning yang lebih besar dibandingkan kepentingan para pemegang saham. Pendapat senada dikemukakan oleh Jensen (1986) yang menyatakan bahwa akan terjadi konflik antara manajemen dengan pemegang saham, khususnya jika perusahaan mengalami kelebihan aliran kas (*excess cash flow*)

yang besar sehingga perusahaan cenderung melakukan investasi yang tidak profitable. Kondisi ini akan dimanfaatkan manajemen untuk melakukan kegiatan pengeluaran yang tidak ada hubungannya dengan aktivitas utama perusahaan atau dengan kata lain untuk kepentingan pribadi manajer.

Dikaitkan dengan proporsi *insider ownership*, ukuran perusahaan menentukan keputusan pengeluaran modal, hal ini didukung oleh penelitian Vogt (1997) yang menyatakan bahwa *cash flow* berpengaruh terhadap peningkatan pengeluaran modal pada ukuran perusahaan yang lebih kecil dengan tingkat *insider ownership* yang lebih tinggi.

B. RUMUSAN MASALAH

Berdasarkan uraian latar belakang masalah diatas yang menjelaskan beberapa faktor yang mempengaruhi *capital expenditure* maka dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

- a. Apakah *internal cash flow* berpengaruh secara parsial terhadap *capital expenditure*
- b. Apakah *insider ownership* berpengaruh secara parsial terhadap *capital expenditure*
- c. Apakah *internal cash flow* dan *insider ownership* berpengaruh secara simultan terhadap *capital expenditure*
- d. Mana diantara *internal cash flow* dan *insider ownership* yang mempunyai pengaruh dominan terhadap *capital expenditure*

C. TUJUAN PENELITIAN

- a. Untuk membuktikan secara empiris *internal cash flow* berpengaruh secara parsial terhadap *capital expenditure*
- b. Untuk membuktikan secara empiris *insider ownership* berpengaruh secara parsial terhadap *capital expenditure*
- c. Untuk membuktikan secara empiris *internal cash flow* dan *insider ownership* berpengaruh secara simultan terhadap *capital expenditure*

- d. Untuk membuktikan mana diantara internal *cash flow* dan *insider ownership* yang mempunyai pengaruh dominan terhadap *capital expenditure*

D. MANFAAT PENELITIAN

Manfaat Teoritis

- Hasil penelitian ini diharapkan bisa memberikan kontribusi bagi pengembangan keilmuan khususnya akuntansi keuangan.
- Dapat dijadikan sebagai referensi bagi peneliti selanjutnya, khususnya yang mengambil topik yang sama.

Manfaat Praktis

- Dapat memberikan gambaran kepada para pemegang saham atau investor sampai sejauh mana pentingnya proporsi kepemilikan saham pihak manajemen agar pengambilan keputusan pengeluaran modal optimal.
- Bagi perusahaan khususnya yang dijadikan sampel, diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan dan acuan dalam menentukan keputusan pengeluaran modal .
- Menghasilkan informasi mengenai variabel-variabel yang mempengaruhi keputusan pengeluaran modal
- Bagi masyarakat penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi, informasi dan wawasan teoritis khususnya yang berhubungan dengan masalah pengeluaran modal sebagai dasar pengambilan kebijakan pendanaan guna meningkatkan nilai perusahaan.
- Sebagai referensi penelitian lebih lanjut.

E. Tinjauan Pustaka

1. Agency Theory

Teori ini dikemukakan oleh *Michael C.Jensen dan William H.Meckling* pada tahun 1976. Menurut *Horne dan Warchowicz* (1998:482) bahwa manajemen merupakan agen (wakil) dari pemegang saham sebagai

pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka dalam perusahaan, sehingga perlu adanya pendelegasikan wewenang kepada agen.

2. Signaling Theory

Teori ini di ketemukan pertama kali oleh *Ross* pada tahun 1977. Teori ini menjelaskan tentang perilaku manajemen yang akan disampaikan ke pasar yang menurut *Lukas* (2008) dinyatakan sebagai suatu isyarat atau signal. Isyarat atau signal menurut *Brigham dan Houston* (1999:36) dalam *Saidi* (2001) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

3. Asymmetric Information Theory

Teori ini ditemukan oleh *Myers dan Majluf* (1977). Teori ini berhubungan erat dengan signaling yang mengatakan bahwa perilaku pihak-pihak yang berhubungan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. *Asymmetric Information* atau ketidaksamaan informasi menurut *Brigham dan Houston*, (1999:35) dalam *Saidi*, 2001 adalah situasi di mana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan dari pada yang di miliki investor.

4. Pecking Order Hypotheses

Teori *pecking order* pertama kali di kenalkan oleh *Donaldson* (1961) sedangkan penamaan *pecking order teory* dikenalkan oleh *Myers dan Myers* (1984) dalam *Husnan* (1996:324). Disebut sebagai *pecking order teory* karena pada teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai (*Suad Husnan*, 1998).

Dalam teori ini tidak ada suatu target *debt to equity ratio* dan juga tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika perusahaan mempunyai kesempatan untuk

investasi, maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai dari pada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

5. Theory Trade Off

Teori ini menjelaskan bahwa dengan semakin tinggi hutang, maka akan semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan.

5.1 Internal Cash Flow

Arus kas internal atau juga disebut arus kas perusahaan merupakan salah satu bagian yang penting dari sumber dana internal, selain arus kas external. Menurut Ridwan dan Inge (2003:99) bahwa arus kas perusahaan dibagi menjadi 3 bagian, yaitu: Aliran kas dari aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan berhubungan langsung dengan produksi dan penjualan produk yang akan tercermin pada laba yang diperoleh perusahaan setiap akhir periodenya.

5.2 Insider Ownership

Merupakan proporsi kepemilikan atas saham perusahaan yang dimiliki oleh insider (pihak di dalam perusahaan). Menurut Said & Chandra (2005) bahwa kepemilikan saham dalam perusahaan meliputi dewan direktur, komisaris, dan pegawai yang memiliki pengaruh pada perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan atas saham oleh *insider* memproyeksikan bahwa modal yang dimiliki oleh perusahaan, khususnya oleh pihak internal perusahaan semakin besar.

5.3 Capital Expenditure

Pengeluaran modal (Capital Expenditure) merupakan bagian dari investasi perusahaan yaitu kegiatan manajer keuangan dalam mengalokasikan modal dalam kegiatan operasional perusahaan baik berupa modal kerja yang disebut *current expenditure* maupun modal tetap yang disebut *capital expenditure*.

F. Penelitian Terdahulu

Tabel
Urutan Penelitian-Penelitian Sebelumnya

No	Pengarang / Penulis	Judul	Variabel	Alat Analisa	Hasil
1	Sartono (2001)	Pengaruh Internal Cash Flow dan Insider Ownership Terhadap Capital Expenditure Dalam Perspektif Pecking Order Pada Perusahaan Yang terdaftar di BEJ	1. Internal Cash Flow 2. Insider Ownership	Multiple regression	Internal Cash Flow berpengaruh signifikan terhadap Capital Expenditure, artinya bawa ICF sesuai dengan teori Pecking Order Insider Ownership tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Capital Expenditure, artinya tidak mendukung keberadaan teori Pecking Order.
2	Chadidjah 2005	Pengujian Pecking Order Hypotheses atas variable-variabel yang berpengaruh terhadap pengeluaran modal Tahun 1997-2002	1. Arus Kas Internal 2. Kepemilikan internal 3. Peluang Investasi	Multiple regression	Arus Kas Internal berpengaruh positif terhadap pengeluaran modal dan mendukung pecking order hypotheses Kepemilikan Internal berpengaruh negative untuk perusahaan besar dan positif untuk perusahaan kecil terhadap pengeluaran modal Peluang Investasi berpengaruh positif terhadap pengeluaran modal

Sumber: rekap penelitian sebelumnya

G. Hipotesis

1. *Internal cash flow* dan *insider ownership* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*.
2. *Internal cash flow* dan *insider ownership* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*.

3. *Internal cash flow* berpengaruh dominan terhadap *capital expenditure*.

H. Metode Penelitian

Penelitian ini bersifat *explanatory*, yaitu suatu penelitian yang bersifat menjelaskan fenomena atau gejala-gejala tertentu melalui pengujian hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. Pengujian menggunakan 11 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2004-2007.

Sumber data penelitian ini adalah sumber data external dengan jenis datanya adalah data sekunder (*secondary sources*), yang menurut Sekaran (2006:61) data diperoleh dengan tidak secara langsung tapi berupa catatan atau dokumentasi, publikasi pemerintah, analisa industri, situs web, internet, serta laporan historis yang telah tersusun dalam arsip.

Populasi adalah semua perusahaan manufaktur yang go publik dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2004-2007 dengan Tehnik Pengambilan Sampel berdasarkan *simple random sampling*, dengan tipe *judgement sample*.

I. Analisis Data

Model analisis dirumuskan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

Pengujian asumsi yang harus dipenuhi agar metode OLS (*Ordinary Least Square*) dapat digunakan dengan baik, maka perlu dilakukan uji asumsi (uji persyaratan analisis), yaitu:

a. Uji Asumsi Klasik

Dalam analisa regresi perlu dilakukan pengujian asumsi klasik yang bertujuan untuk menghindari adanya kemungkinan penyimpangan asumsi-asumsi klasik. Ada 3 asumsi klasik yang dianggap penting, yaitu: Tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas, Tidak terdapat autokorelasi antar residual variabel bebas, Tidak terjadi

heteroskedastisitas atau variabel pengganggu.

b. Pengujian Hipotesis

1. Pengujian Hipotesis Secara Simultan

Pengajuan hipotesis mengenai pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan (serentak) dilakukan dengan menggunakan uji F statistik.

2. Pengujian Hipotesis Secara Parsial

Pengajuan hipotesis mengenai pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial (individu) dilakukan dengan menggunakan uji t statistik.

3. Penentuan Variabel Dominan

Pengujian terhadap penentuan variabel dominan dilakukan dengan melihat hasil analisis uji parsial (uji t) yang ditunjukkan dengan nilai dari koefisien beta yang tinggi dengan tingkat signifikan yang rendah.

J. Hasil Penelitian

Tabel

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Durbin-Watson	
					R Square Change	F Change	df1	df2		Sig. F Change
1	.837 ^a	.701	.626	.083349	.701	9.379	2	8	.008	1.931

a. Predictors: (Constant), Insider Ownership, Internal Cash Flow
b. Dependent Variable: Capital Expenditure

Hasil Pengujian I, berdasarkan hasil analisis bahwa nilai R square menunjukkan angka 0,626 atau 62,6%. Hasil uji hipotesis secara simultan dapat dilihat dalam tabel *Analisis of Varians (Anova)*, yang menunjukkan bahwa hipotesis H diterima dan H di tolak atau varaiabel yang terdiri dari *Internal Cash Flow*, dan *Insider Ownership* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*.

Tabel

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.633	.638		-4.128	.003
	Internal Cash Flow	.107	.025	.833	4.286	.003
	Insider Ownership	-.044	.228	-.038	-.194	.851

a. Dependent Variable: Capital Expenditure

Hasil pengujian II, berdasarkan tabel koefisien untuk variabel *Internal Cash Flow* diperoleh t sig sebesar 0,003 ini menunjukkan

bahwa hipotesis H_1 diterima dan menolak hipotesis H_0 . Artinya bahwa variabel *internal cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*. Besarnya koefisien korelasi parsial *internal cash flow* terhadap *capital expenditure* sebesar 0,833 atau 83,3%. Sedangkan variabel *Insider Ownership*, berdasarkan tabel koefisien diatas diperoleh t_{sig} 0,851 ini menunjukkan bahwa hipotesis H_0 di terima dan menolak hipotesis H_1 . Artinya bahwa variabel *Insider Ownership* tidak berpengaruh terhadap *capital expenditure*.

Hasil pengujian III, menunjukkan bahwa beta koefisien tertinggi terletak pada variabel *internal cash flow* dengan nilai koefisien 0,833 dan tingkat signifikan yang rendah. Dengan demikian bahwa variabel yang dominan yang mempengaruhi *capital expenditure* adalah *Internal Cash Flow*.

K. Pembahasan

Pembahasan Hipotesis I

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terbukti bahwa secara serempak (simultan) variabel *internal cash flow* dan *insider ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap *capital expenditure* (pada level $\alpha = 5\%$). Variabel *internal cash flow* dan *insider ownership* memberikan kontribusi sebesar 62,6% terhadap *capital expenditure*. Ini menunjukkan bahwa 18% yang mempengaruhi *capital expenditure* dipengaruhi oleh variabel lain yang berada diluar penelitian.

Pencapaian koefisien determinan (Adjusted R^2) lebih besar dibandingkan dengan temuan Chadijah (2005) untuk industri manufaktur dengan (R^2) sebesar 52%. Temuan ini bisa memberikan gambaran bagi pihak manajemen bahwa variabel *internal cash flow* dan *insider ownership* dapat digunakan untuk pengambilan keputusan terkait pengeluaran modal. Selain

itu dalam memutuskan pengeluaran modal khususnya pengeluaran untuk investasi (pembelian aktiva tetap) perusahaan harus memperhatikan sumber pendanaan yang akan dipakai khususnya keadaan kas yang ada di perusahaan.

Pembahasan Hipotesis II

Berdasarkan pengujian parsial dijelaskan bahwa *internal cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Sartono (2001) dan Chadijah (2005) yang menjelaskan bahwa *internal cash flow* berpengaruh terhadap pengeluaran modal. Ini juga relevan dengan teori *pecking order hypotheses* yang mengatakan bahwa aliran kas internal merupakan faktor yang menentukan besar kecilnya pengeluaran modal.

Pengeluaran modal yang didanai dari *Internal Cash Flow* bersumber dari laba operasi perusahaan yang ditambah dengan depresiasi. Dengan demikian dapat dijelaskan bahwa perusahaan sangat perlu untuk memperhatikan cara bagaimana supaya *internal cash flow*nya tinggi dan cara yang bisa dipakai adalah dengan jalan menaikkan omset penjualannya, kenaikan penjualan yang disebabkan karena naiknya output produksi yang tidak lain adalah karena adanya penambahan dalam aktiva tetapnya. Ini sesuai dengan teori *hypotheses pecking order* bahwa pendanaan harus dimulai dari dalam perusahaan (*internal firm*) yang apabila tidak mencukupi akan dipenuhi dari luar (*external*).

Selain penjelasan diatas dapat ditambahkan bahwa selama tahun 2004-2007 banyak perusahaan yang mengalami kesulitan untuk memperoleh tambahan dana utang karena selama tahun 2004-2007 tingkat bunga utang relatif berfluktuasi dan tinggi, sehingga kebijakan pendanaan perusahaan juga mengikuti *pecking order* yaitu lebih mengutamakan sumber dana internal.

Arah hubungan dan hasil pengujian antara aliran kas internal dengan pengeluaran modal sesuai dengan teori Myers (1996) yakni perusahaan lebih menyukai penggunaan modal *internal* (ICF) yakni dana yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Dan juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fazzari dan Athey (1987), Fazzari *et al* (1988), Gordon dan Griner (1995), Sartono (2001) dan Hamidi (2001).

Variabel *Insider Ownership* tidak berpengaruh terhadap *capital expenditure*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *insider ownership* bukan penentu pengeluaran modal perusahaan. Dengan demikian berlakunya *managerial hypotheses* yang menyatakan hubungan antara *insider ownership* dengan pengeluaran modal signifikan dan terbalik tidak terjadi di perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal ini membuktikan bahwa tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham merupakan tindakan yang cenderung dilakukan manajer dalam pengambilan keputusan.

Kondisi ini memperkuat fenomena tidak adanya *equity agency konflik*, yaitu konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Hasil temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) yang mendukung berlakunya *pecking order hypotheses* dan menolak berlakunya *hypotheses managerial*.

Untuk itu pemberian kepemilikan saham kepada pihak manajemen untuk meminimalkan perilaku manajemen yang cenderung melakukan *over investment* dalam keputusan pengeluaran modal kurang perlu dilakukan.

Temuan ini juga konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia, yaitu hasil penelitian Sartono (2001) dan Hamidi (2001). Hal ini berdasarkan temuan data (perusahaan yang dijadikan sampel) bahwa proporsi kepemilikan saham pihak manajemen

(*insider ownership*) perusahaan manufaktur di Indonesia di bawah rata-rata industri (data terlampir).

Pembahasan Hipotesis II

Berdasarkan pengujian parsial dijelaskan bahwa nilai koefisien beta untuk *Internal Cash Flow* mempunyai nilai koefisien yang paling tinggi diantara koefisien variabel *insider ownership*. Ini dapat dikatakan bahwa *Internal Cash Flow* merupakan variabel yang dominan dari variabel yang lainnya yang berpengaruh terhadap *capital expenditure*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan (khususnya perusahaan yang di jadikan sampel) harus lebih memperhatikan *internal cash flownya* bila ingin memperbesar (keputusan) dalam pengeluaran modalnya (*capital expenditure*).

Hasil pengujian ini konsisten terhadap teori Myers yaitu teori POT yang mengatakan bahwa hirarki pendanaan perusahaan akan dilakukan dengan bersumber dari dana *internal* (CIF), bila tidak mencukupi maka bisa dipenuhi dari pendanaan external. Penelitian ini juga konsisten terhadap penelitian Chadidjah (2005) yang menjelaskan bahwa Arus Kas Internal (CIF) berpengaruh positif terhadap pengeluaran modal.

L. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

- Variabel *internal cash flow*, dan *insider ownership* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*.
- *Internal cash flow* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *capital expenditure*. Dan variabel *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap *capital expenditure*.
- Variabel *internal cash flow* adalah variabel yang dominan dalam pengambilan keputusan pengeluaran modal (*capital expenditure*) teruji kebenarannya.

Saran

- Sebaiknya bagi perusahaan (khususnya perusahaan yang dijadikan sampel) hendaknya lebih memperhatikan *internal cash flow*.
- Kepada pihak manajemen diberikan kompensasi yang memadai untuk mengatasi konflik kepentingan yang terjadi didalam perusahaan.

M. Daftar Pustaka

- Arief, Sritua.1993. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Edisi Pertama. Universitas Indonesia (UI Press).Jakarta.p.23-45
- Chadidjah.2005. *Pengujian Pecking Order Hypotheses atas variable-variabel yang berpengaruh terhadap pengeluaran modal Tahun 1997-2002*. Tesis. 2005. Universitas Brawijaya.
- Fazzari,SM.and M.J.Athey.1987.*Asymmetric Informasion, Financing, Constaint, and Invesment.Rivew of Economics and Statistik*.Vol.69.August.pp.481-487.
- Griner,E.H.and L.A.Gordon.1995.*Internal Cash Flow, Insider Ownership, Capital Expenditure: A Test The Pecking Order and Managerial Hypotheses*, Journal of Business Finance & Accounting. Vol.22. No.2, March.pp.179-199.
- Grossman,S. and O.Hart.1982. *Corporate Financial Structure and Manaderial In-sentive in the Economic of Informational Uncertainty*, J.McCall University and Chicago Press.Chicago.
- Hamidi.2001. *Pengaruh Internal Cash Flow dan Insider Ownership , Peluang Investasi Terhadap Capital Expenditure Dalam Perspektif Pecking Order Pada Perusahaan Yang terdaftar di BEJ*. Tesis. 2001.
- Marris, R., 1964. *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. The Free Press. Glencoe.IL.
- Mamduh.M.Hanafi.2008. *Manajemen KeuanganEdisi 1*.BPFE.Yogyakarta.pp: 314
- Warchowicz Jr and Van Horne. 2007. *Fundamentals Of Financial Manajement Prinsip-prinsip manajemen*. Salemba Empat.Jakarta .pp:6
- Indriyanto.N dan Bambang.S, 1999, *Metode Penelitian Bisnis Edis I*. Yogyakarta. BPFE. pp 147
- Ridwan.S dan Inge, 2003. *Manajemen Keuangan I edisi 5 cet.2*. Literata Listas Media.pp 65
- Rizal.M. 2003. *Manajemen keuangan*. BPFE. Yogyakarta.pp:314
- Shaphiro,AlanC.danSheldonD.Balbirer.2000. *Modem Corporate Finance, A Multidisciplinary Approach to Value Creation*. Prentice Hall. New Jersey.
- Sugiyono, (1999) *Metode Penelitian Bisnis*, CV. Alfabeta. Bandung
- Said, Candra., 2005. *Riset Keuangan*. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta
- Sartono, 2001. *Pengaruh Internal Cash Flow dan Insider Ownership Terhadap Capital Expenditure Dalam Perspektif Pecking Order Pada Perusahaan Yang terdaftar di BEJ*. Tesis. 2001.

Uma.S. 2006 Research Methods For Business.
Jakarta. Salemba Empat

Yogianto.2008. Metodologi Penelitian Sistem
Informasi. Yogyakarta. t CV.Andi Off-
set.pp 77