

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Investasi pada Perusahaan BUMN

YAYU PUTRI SENJANI*

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

Abstract: *This study to analyze factors which influence investment decision at states corporation. The independent variable in this study are Free Cash Flow and Leverage, and Dividend Payout Ratio as moderating variable. States corporation in Indonesia are samples in this research. To examine hypotesis, this study used regression with moderating variable. Financial statements for three years (2011-2013) has been collected to get data. The results of study indicated that free cash flow has negative influence to investment decision but Leverage is not like that. Other result is that Dividend payout ratio only as moderating variable negative relationship among Free Cash Flow and Investment Decision.*

Keywords: *investment decision, free cash flow, leverage, dividend payout ratio, state corporation*

1. Pendahuluan

Keputusan investasi dalam perusahaan bukanlah keputusan yang mudah karena berhubungan erat dengan sumber pendanaan (internal maupun eksternal) yang mana masing-masing sumber yang akan digunakan tersebut memiliki tingkat beban bunga yang berbeda-beda. Selain itu keputusan memilih sumber pendanaan juga dipengaruhi oleh kondisi pendanaan perusahaan karena hal tersebut berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengakses sumber dana yang tersedia. Perusahaan yang memiliki ketersediaan dana internal (misalnya kas) yang cukup tentu akan cenderung memilih menggunakan sumber tersebut daripada sumber eksternal (misalnya utang atau penjualan saham) karena umumnya berbiaya lebih murah. Namun, sumber dana eksternal akan menjadi pilihan yang masuk akal ketika sumber internal tidak mencukupi. (Fitria, 2010).

Harian Kompas (5 April 2011) menyebutkan bahwa 26 BUMN memastikan akan investasi sebanyak 836 triliun rupiah untuk proyek percepatan dan perluasan pembangunan ekonomi Indonesia tahun 2011-2014. Sebagian dari investasi itu diarahkan pada pembangunan infrastruktur, khususnya membangun konektivitas di kawasan Indonesia Timur. Kementerian BUMN memperkirakan investasi

* Alamat korespondensi yayuputrisenjani@ymail.com

tersebut akan menyerap sekitar 6,6 juta tenaga kerja. Seperti diketahui, Pada 11 Februari 2011, Garuda melepas sebanyak 6,335 miliar lembar saham atau setara 26,67% dari total modal yang ditetapkan, dengan perolehan dana sebesar Rp.4,75 triliun. Namun dari jumlah tersebut, terdapat sebanyak 1,9 miliar lembar saham atau senilai Rp.1,45 triliun milik PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) yang juga merupakan BUMN. Hal ini memunculkan pertanyaan apa yang melatarbelakangi perusahaan BUMN melakukan investasi tersebut. Apakah karena faktor internalnya seperti kemampuan keuangan atau faktor eksternal akibat kebijakan pemerintah.

Presiden Joko Widodo merencanakan pembangunan infrastruktur yang melibatkan pemerintah, swasta ataupun konsorsium dengan BUMN (CNN Indonesia, 2014). Hal tersebut dijelaskan oleh Menteri Keuangan karena target pertumbuhan ekonomi sebesar 7% per tahun, maka membutuhkan pertumbuhan investasi sebesar 10% dan bukan tidak mungkin akan memprioritaskan kontribusi dari BUMN.

BUMN adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan (UU No. 19 tahun 2003). Terdapat beberapa bentuk usaha BUMN, namun yang menjadi sampel dalam penelitian ini BUMN yang berbentuk PT atau Perseroan Terbuka yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan Perseroan Terbuka, yang selanjutnya disebut Persero Terbuka, adalah Persero yang modal dan jumlah pemegang sahamnya memenuhi kriteria tertentu atau Persero yang melakukan penawaran umum sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal (UU No. 19 tahun 2003). Saat ini BUMN yang berbentuk PT sebanyak 138 perusahaan yang tersebar di berbagai bidang sektor.

Free cash flow adalah aliran kas lebih dari yang dibutuhkan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif ketika didiskontokan pada biaya modal yang relevan. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer atas kebijakan *payout* sangat parah ketika organisasi menghasilkan aliran kas substansial bebas. Masalahnya adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mengembalikan uang dari investasi itu di bawah biaya modal atau membuang pada inefisiensi organisasi (Jensen, 1986). Lucyanda dan Lilyana (2012) menemukan bahwa aliran kas bebas berpengaruh terhadap pembagian dividen. Perusahaan yang memiliki aliran kas yang tinggi maka cenderung akan meningkatkan pembagian dividen.

Penelitian mengenai hubungan arus kas, kebijakan dividen dan investasi telah dilakukan sebelumnya. Kato dkk (2002) telah menunjukkan bahwa informasi arus kas dapat mengubah kebijakan dividen namun kebijakan dividen tidak digunakan perusahaan di Jepang untuk mengendalikan kelebihan investasi. Namun variabel investasi tersebut difokuskan kepada reaksi pasar terhadap saham perusahaan.

Penelitian kali ini ingin menguji pengaruh *free cash flow*, kebijakan utang dan kendala pendanaan berupa kebijakan dividen terhadap keputusan investasi. Keputusan investasi yang dimaksud adalah keputusan investasi perusahaan untuk meningkatkan aset yang dapat memiliki manfaat jangka panjang. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah mengenai definisi variabel investasi, variabel kebijakan dividen digunakan sebagai proksi kendala pendanaan yang kemudian diposisikan sebagai pemoderasi dan sampel yang digunakan adalah perusahaan BUMN.

Perbedaan pertama adalah definisi keputusan investasi yang menggunakan sudut pandang perusahaan sampel. Keputusan investasi pada penelitian serupa terdahulu merupakan investasi yang dilakukan oleh para pemegang saham terhadap perusahaan sebagai bentuk reaksi pasar dan nilai perusahaan, sedangkan dalam penelitian ini keputusan investasi merupakan investasi yang dilakukan perusahaan yang tercermin dalam perubahan aset tetap.

Variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini dijadikan sebagai bentuk kendala pendanaan perusahaan. Perusahaan yang memiliki kendala pendanaan diasumsikan akan memutuskan kebijakan dividen yang rendah, sedangkan jika kendala pendanaannya tinggi, maka dividen yang akan dibagikan cenderung tinggi. Pada penelitian sejenis, kebijakan dividen digunakan sebagai variabel dependen (yang dijelaskan) oleh variabel lainnya. Variabel yang konsisten menunjukkan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen adalah *free cash flow*. Pada penelitian ini ingin menguji bahwa kebijakan dividen menjadi penentu kuat atau lemahnya pengaruh *free cash flow* terhadap keputusan investasi perusahaan atau disebut juga sebagai variabel pemoderasi. Jika perusahaan memiliki aliran kas bebas, cenderung akan melakukan investasi, namun apa yang terjadi jika perusahaan memiliki kebijakan dividen yang tinggi?

Perbedaan yang paling mendasar dalam penelitian ini adalah mengenai sampel penelitian. Sampel penelitian terdahulu merupakan perusahaan yang *go public* secara keseluruhan. Pada penelitian ini difokuskan kepada perusahaan *go public* namun berstatus BUMN. Hal ini dilatarbelakangi oleh maraknya BUMN yang membuka diri di pasar modal untuk memperoleh dana tambahan dari non pemerintah. Walaupun demikian, BUMN yang struktur modalnya juga dimiliki pemerintah, memiliki aturan yang ketat dari pemerintah dalam menjalankan operasinya agar tetap memiliki *going concern* yang lama. Salah satu kebijakan pemerintah yang sangat mempengaruhi keputusan investasi perusahaan BUMN adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen dapat menyebabkan perusahaan BUMN menunda melakukan investasi. Dividen yang harus diberikan BUMN kepada pemerintah merupakan pendapatan negara yang akan digunakan untuk membiayai program pemerintah untuk rakyat Indonesia.

Berdasarkan penjelasan di atas, penelitian ini diberi judul Faktor-faktor yang mempengaruhi Keputusan Investasi pada Perusahaan BUMN. Variabel yang diuji adalah aliran kas bebas, kebijakan utang dan kendala pendanaan. Kendala pendanaan berupa kebijakan dividen akan diuji pengaruhnya terhadap hubungan aliran kas bebas dan kebijakan utang terhadap keputusan investasi pada perusahaan BUMN.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Aliran Kas Bebas dan Keputusan Investasi

Sejumlah penelitian telah mendokumentasikan pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi. Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) dalam Hubbard (1988) dalam Fitria (2010) telah mendokumentasikan pengaruh positif aliran kas terhadap keputusan investasi perusahaan. Peneliti menemukan pengaruh positif aliran kas terhadap keputusan investasi lebih besar terjadi pada perusahaan yang menghadapi kendala keuangan (*financially constraint*). Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena akan menggunakan aliran kas untuk membiayai investasi. Dengan demikian peneliti menyimpulkan kendala keuangan perusahaan memperlemah pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi.

Free cash flow berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* dan posisi kas juga berpengaruh secara positif terhadap *dividend payout ratio*. Namun penelitiannya tidak menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* memoderasi pengaruh positif posisi kas terhadap *dividend payout ratio* (Hapsari, 2010). Hapsari (2010) menunjukkan bahwa aliran kas bebas mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Ketika aliran kas bebas meningkat, maka perusahaan cenderung akan meningkatkan pembayaran dividen. Dalam beberapa penelitian, kebijakan dividen ini menjadi proksi untuk mengukur kendala pendanaan atau kendala keuangan perusahaan.

Penelitian lain menemukan bahwa aliran kas berpengaruh positif terhadap tingkat investasi perusahaan dan perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi memiliki sensitifitas pengaruh aliran kas terhadap investasi yang lebih besar daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah. (Fitria, 2010). Hal tersebut berarti perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi akan meningkatkan investasi, namun kendala pendanaan dapat menjadi penentu apakah perusahaan tetap melakukan investasi atau tidak.

Tidak seperti penelitian-penelitian lain, Sriyuni (2008) menemukan bahwa tidak ada pengaruh positif *free cash flow* terhadap keputusan investasi. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yang masih terjadi perbedaan hasil dan posisi aliran kas bebas, kendala pendanaan dan keputusan investasi, maka hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1. *Aliran Kas Bebas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi*

2.2. Kebijakan Utang dan Keputusan Investasi

Menurut Modigliani dan Miller (1958) dalam Sriyuni (2010), keputusan investasi suatu perusahaan yang berada dalam suatu pasar bersifat sempurna (*perfect market*) tidak dipengaruhi oleh kondisi keuangan perusahaan. Investasi dilakukan hanya apabila nilai sekarang dari investasi tersebut melebihi biaya investasi. Kebutuhan dana investasi dari eksternal dapat diperoleh dengan mudah pada biaya sebesar biaya modal yang sesungguhnya. Namun apabila perusahaan yang berada dalam pasar yang bersifat tidak sempurna (*imperfect market*), kondisi keuangan perusahaan menjadi relevan untuk pengambilan keputusan.

Sriyuni (2008) menemukan bahwa ada pengaruh negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi. Walaupun demikian, tidak ditemukan bukti pengaruh negatif set kesempatan investasi terhadap keputusan investasi. Ia juga tidak menemukan bukti pengaruh negatif kebijakan utang terhadap penggunaan *free cash flow* untuk keputusan investasi, baik secara *pooled* maupun pada masing-masing kelompok sub-sampel. Kesimpulannya tidak ada masalah keagenan aliran kas bebas dalam keputusan investasi. Dari beberapa hasil penelitian mengenai kebijakan utang terhadap keputusan investasi, hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2. *Kebijakan Utang berhubungan negatif dengan keputusan investasi*

2.3. *Kendala Pendanaan dan Keputusan Investasi*

Perubahan yang terjadi pada harga pasar (*mispricing*) perusahaan juga memiliki dampak positif terhadap tingkat investasi perusahaan. Namun, perusahaan dengan kendala pendanaan rendah menganggap perubahan harga saham perusahaan yang positif (*overvalued*) sebagai sumber dana investasi yang lebih menarik daripada menurut perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi. (Fitria, 2010).

Terdapat perbedaan sudut pandang pada beberapa peneliti sebelumnya. Menurut Kaplan dan Zingales (1997) dalam Fitriya (2010) perusahaan yang membayar dividen diasumsikan memiliki kendala pendanaan rendah (KPR) dan perusahaan yang tidak membayar dividen dianggap memiliki kendala pendanaan tinggi (KPT). Jika perusahaan memiliki kendala pendanaan yang rendah, maka RUPS memutuskan untuk membagi dividen, sedangkan jika dalam kondisi kendala pendanaan tinggi, perusahaan akan tidak membagikan dividen. Sedangkan Menurut Hin (2001) dalam Fernandar (2012) menyatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* yang ditetapkan maka semakin kecil dana yang tersedia untuk pengembangan perusahaan, dengan kata lain semakin besar *dividend payout ratio* (semakin besar dividen yang dibayarkan) maka semakin menandakan kendala pendanaan yang rendah (KPR). Hal ini menunjukkan masih terdapat perbedaan antara yang menjadi sebab dan penyebab dalam penentuan instrumen pengukuran variabel pendanaan jika menggunakan pendekatan kebijakan dividen.

Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis yang tidak menyatakan arah hubungan sebagai berikut:

H3. *Kendala pendanaan berpengaruh terhadap keputusan investasi*

Di bagian sebelumnya disebutkan bahwa Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) dalam Hubbard (1988) dalam Fitriya (2010) menemukan pengaruh positif aliran kas terhadap keputusan investasi lebih besar terjadi pada perusahaan yang menghadapi kendala keuangan (*financially constraint*). Perusahaan menurunkan pembayaran deviden karena akan menggunakan aliran kas untuk membiayai investasi.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Hapsari (2010) menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian lain menemukan bahwa aliran kas berpengaruh positif terhadap tingkat investasi perusahaan dan perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi memiliki sensitifitas pengaruh aliran kas terhadap investasi yang lebih besar daripada perusahaan dengan kendala pendanaan rendah. (Fitriya, 2010). Hal tersebut berarti perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi akan meningkatkan investasi, namun kendala pendanaan dapat menjadi penentu apakah perusahaan tetap melakukan investasi tidak.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan dugaan bahwa terdapat pengaruh kendala pendanaan di antara hubungan antara aliran kas bebas dengan keputusan investasi, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini ingin mengkonfirmasi hal tersebut dalam kondisi perusahaan BUMN. Aset BUMN sebagian diperoleh dari negara yang memungkinkan tidak memiliki masalah dalam kendala pendanaan.

H4. *Kendala Pendanaan memoderasi pengaruh positif Aliran kas Bebas terhadap keputusan investasi*

Menurut Modigliani dan Miller (1958) dalam Sriyuni (2010), menunjukkan bahwa perusahaan yang berada dalam pasar yang bersifat tidak sempurna (*imperfect market*), kondisi keuangan perusahaan menjadi relevan untuk pengambilan keputusan. Perusahaan BUMN pada umumnya berada pada kondisi pasar tidak sempurna, karena BUMN bergerak di sektor publik yang menghasilkan produk tertentu. Mayoritas BUMN memonopoli pasar karena amanah Undang-undang

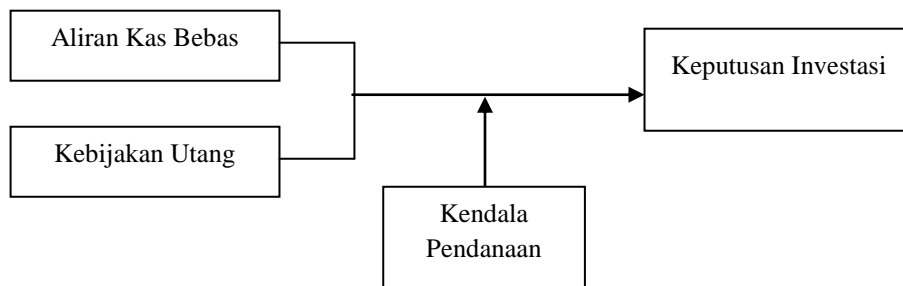
Dasar yang menyebutkan bahwa sumber daya alam yang dibutuhkan oleh hajat hidup orang banyak dikuasai oleh negara (dalam bentuk pengelolaan BUMN).

Sriyuni (2008) menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi. Jika sebagian aset BUMN dimiliki oleh negara, maka dalam menentukan kebijakan utang perlu diatur dengan baik agar BUMN tetap beroperasi. Jika BUMN memiliki kebijakan utang yang tinggi dan memiliki kendala pendanaan yang tinggi maka dapat diduga keputusan investasi semakin rendah. Dengan demikian hipotesis yang kelima dalam penelitian ini dapat dituliskan sebagai berikut:

H5. *Kendala Pendanaan memoderasi pengaruh negatif Kebijakan Utang terhadap keputusan investasi*

Berdasarkan hipotesis yang diajukan, maka model penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar II.1. Model Penelitian



3. Metodologi penelitian

3.1. Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan publikasian, yaitu neraca, laporan laba rugi dan laporan aliran kas selama 6 tahun (2010-2013). Periode pengamatan penelitian ini adalah tahun 2011-2013, membutuhkan data t-1 untuk menghitung variabel keputusan investasi sehingga data tahun 2010 diperlukan untuk kebutuhan pengamatan tahun 2011. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan yang telah tersedia di website Bursa Efek Indonesia (BEI) dan perusahaan sampel.

Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan merupakan kategori perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) berdasarkan informasi yang terdapat di Kementerian BUMN.
- b. Perusahaan BUMN tersebut adalah yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebelum tahun 2010.
- c. Tidak termasuk perusahaan dalam bidang perbankan dan keuangan.
- d. Perusahaan melakukan laporan keuangan secara konsisten selama tahun 2010-2013
- e. Perusahaan tidak melakukan akuisisi, merger atau bentuk penggabungan usaha lainnya selama tahun 2010-2013
- f. Perusahaan memiliki data keuangan yang diuji dalam penelitian ini.

3.2. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

a. Aliran kas Bebas

Istilah aliran kas bebas (*free cash flow*) diperkenalkan pertama kali oleh Jensen (1986, 1987). Jensen (1987, hal. 14) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai berikut:

Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Such free cash flow must be paid out to shareholders if the firm is to be efficient and to maximize value for shareholders.

Mills, Bible dan Mason (2002) mengungkapkan bahwa sampai saat ini masih terdapat perbedaan interpretasi di kalangan analisi mengenai definisi aliran kas bebas. Satu pihak mengatakan aliran kas bebas sebaiknya mencerminkan ketersediaan kas setelah digunakan untuk memenuhi seluruh komitmen saat ini seperti dividen, pembayaran utang dan investasi modal yang dilakukan secara reguler. Pihak lainnya mengatakan aliran kas bebas sebaiknya mencerminkan ketersediaan kas setelah memenuhi beban operasi, termasuk penambahan modal kerja dan biaya pemeliharaan aktiva operasi. Perbedaan tersebut mungkin disebabkan masih sulitnya mendefinisikan dan mengukur istilah “proyek yang bernilai NPV positif” (Jensen, 1986).

Ada dua komponen yang diperlukan untuk mengukur aliran kas bebas yaitu aliran kas dan pengeluaran untuk proyek yang memiliki nilai NPV positif. Penelitian ini menggunakan ukuran aliran kas bebas langsung dari laporan aliran kas.

Kesulitan pengukuran aliran kas bebas adalah cara mengukur pengeluaran untuk proyek yang memiliki NPV positif dari laporan keuangan. Namun Sriyuanianti (2010) mengasumsikan bahwa pengeluaran kas bersih untuk perolehan aktiva tetap sebagai pengeluaran untuk proyek yang memiliki nilai NPV positif. Asumsi didasarkan pada sebagian laba bersih yang diperoleh merupakan hasil dari pengeluaran kas bersih untuk pembelian aktiva tetap. Berdasarkan asumsi tersebut, penelitian mengukur aliran kas bebas dengan menggunakan pengukuran menurut Subramanyam et. al (2010) yang secara matematis dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

AKB = aliran kas operasi – pengeluaran kas bersih untuk aktiva tetap

Dimana:

AKB = Aliran Kas Bebas

Aliran kas Operasi = Aliran Kas Operasi

Pengeluaran kas bersih untuk aktiva tetap = Pembelian aktiva tetap-penjualan aktiva tetap

b. Kebijakan Utang

Perusahaan memperoleh dana dari internal dan eksternal perusahaan, dan utang merupakan salah satu sumber pendanaan dari pihak eksternal. Peningkatan utang menunjukkan peningkatan likuiditas dan solvabilitas perusahaan. Dari sudut pandang teori keagenan, kebijakan utang memiliki manfaat dalam mengatasi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Jensen (1987) mengungkapkan bahwa manfaat utang dalam masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham berfokus pada masalah keagenan aliran kas bebas. Peningkatan utang mencerminkan peningkatan pengawasan oleh pihak ketiga terhadap penggunaan aliran kas bebas oleh manajer. Sejumlah kesepakatan dalam perjanjian utang memberi kepastian bagi manajer dan pemegang saham mengenai penggunaan aliran kas bebas. Oleh karena itu, utang dinilai sebagai pengurang biaya keagenan aliran kas bebas antara manajer dan pemegang saham.

Kebijakan utang didefinisikan sebagai kebijakan manajer untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan keputusan investasi. Ini diproksikan dengan *lavarege* yang juga mencerminkan risiko pendanaan manajer sekaligus fungsi pengawasan keputusan investasi.

Lavarage t = Total aktiva : Total utang

Dimana:

Lavarage t = Kebijakan utang periode t

Total aktiva = Total Aktiva periode t

Total utang = Kewajiban lancar t + kewajiban tidak lancar t

c. Keputusan Investasi

Penelitian ini menggunakan definisi keputusan investasi menurut Myers et. al (2001) yaitu keputusan untuk berinvestasi pada aktiva riil tertentu. Keputusan investasi suatu perusahaan dapat diketahui melalui nilai investasi aktiva tetap yang telah dilakukan perusahaan. Nilai investasi pada aktiva tetap diukur berdasarkan perubahan nilai aktiva tetap. Pengukuran ini telah digunakan dalam penelitian Pawlina dan Renneboog (2005).

Cara pengukuran perubahan nilai aktiva tetap serupa dengan yang digunakan Pawlina dan Renneboog (2005) dengan melakukan penyesuaian berdasarkan SK Menteri keuangan No. 384/KMK/04/1998 tanggal 14 Agustus 1998 dan Surat Edaran Jenderal pajak No. SE-29/PJ.42/1998 tanggal 17 September 1998 mengenai revaluasi nilai aktiva tetap, beberapa perusahaan sampel telah mengganti nilai aktiva tetap yang ada dengan nilai aktiva baru menurut hasil revaluasi.

Secara matematis, keputusan investasi diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$Investasi_t = \text{Nilai buku aktiva tetap} + \text{Depresiasi } t - \text{Revaluasi } t$

Dimana:

Investasi t = keputusan investasi periode t

Nilai buku aktiva tetap = perubahan nilai buku aktia tetap yang diukur dengan nilai buku aktiva tetap t – nilai buku aktiva tetap t-1

Depresiasi t = nilai depresiasi periode t

Revaluasi t = nilai revaluasi aktia tetap yang diperoleh berdasarkan catatan atas laporan keuangan bagian aktiva tetap.

d. Kendala Pendanaan

Kendala pendanaan merupakan variabel independen sekaligus sebagai variabel moderating dalam model penelitian ini. Dalam mengukur variabel kendala pendanaan dalam penelitian ini mengadopsi pendekatan yang digunakan oleh Kaaro (2004) dan Fitriya (2010) yang mengacu pada studi penelitian oleh Kaplan dan Zingales (1997). Perusahaan diklasifikasi berdasarkan kebijakan deviden dan

dikelompokkan menjadi kendala pendanaan tinggi dan rendah. Perusahaan yang membayar dividen dikelompokkan sebagai kategori kendala pendanaan rendah (KPR) dan perusahaan yang tidak membayar dividen dikategorikan sebagai kendala pendanaan tinggi (KPT). Kendala pendanaan rendah diberikan skor 0 dan kendala pendanaan tinggi diberikan skor 1. Jika perusahaan mengalami kendala pendanaan tinggi, maka Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) akan memutuskan tidak akan membayar dividen dan laba akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Dalam kondisi sebaliknya, jika perusahaan mengalami kendala pendanaan yang rendah, maka perusahaan memutuskan kebijakan untuk membayar dividen.

Ketika mengamati secara langsung kebijakan dividen, dari 39 pengamatan, hanya 3 sampel yang memutuskan tidak membayar dividen (KPT, skor = 1). 3 sampel tersebut adalah PT. Krakatau Steel pada tahun 2013, PT Bukit Asam pada tahun 2011 dan 2012. Dengan demikian, ukuran kendala pendanaan dengan dummy (skala nominal) kurang tepat. Pada penelitian ini kendala pendanaan diukur dengan kebijakan dividen berupa besaran *dividend payout ratio*. Terdapat perbedaan pandangan antara Hin (2001) dalam Fernandar (2012) dengan Kaplan dan Zingales (1997) dalam Fitriya (2010). Menurut Hin (2001) dalam Fernandar (2012) *dividend payout ratio* adalah perbandingan dividen yang diberikan kepada pemegang saham dan laba bersih per saham. Semakin tinggi *dividend payout ratio* yang ditetapkan maka semakin kecil dana yang tersedia untuk pengembangan perusahaan, dengan kata lain semakin besar *dividend payout ratio* maka semakin menandakan kendala pendanaan yang rendah (KPR).

Menurut Brigham dan Houston (2001) dalam Fernandar (2012), rasio pembayaran dividen adalah persentase laba dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas. Rumus penghitungan *dividend payout ratio* dapat digambarkan sebagai berikut:

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

3.3. Uji Hipotesis

Hipotesis diuji dengan menggunakan model regresi sebagai berikut:

$$KI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 AKB_{i,t} + \beta_2 KU_{i,t} + \beta_3 KP_{i,t} + \beta_4 AKB_{i,t} * KP_{i,t} + \beta_5 KU_{i,t} * KP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana:

KI = Keputusan Investasi

AKB = Aliran Kas Bebas

KU = Kebijakan Utang

KP = Kendala Pendanaan

Pengujian regresi berganda atas hipotesis tersebut akan dilakukan dengan menggunakan *software statistic SPSS 19*.

4. Hasil Penelitian

4.1. Analisis Deskriptif

Objek penelitian ini adalah perusahaan BUMN yang telah go public (terdaftar di BEI). Berdasarkan data di kementerian BUMN, terdapat 138 BUMN pada saat ini yang terbagi pada 13 sektor. Dari 138 BUMN tersebut yang telah menjadi perseroan terbuka sejak maksimal tahun 2010 hanya 18 perusahaan. Dalam penelitian ini hanya menggunakan perusahaan diluar sektor jasa keuangan, sehingga hanya 13 perusahaan yang dapat dijadikan objek penelitian.

4.2. Hasil Penelitian

Uji hipotesis pada penelitian ini diuji dengan menggunakan regresi linear dengan variabel moderating pada program SPSS 19. *Model summary* yang dihasilkan dari pengujian statistik menjelaskan bahwa variabel keputusan investasi dapat dijelaskan oleh variabel Aliran kas bebas, kebijakan utang dan kendala pendanaan sebanyak 79,1%, sedangkan sisanya (sebesar 20,8%=100%-79,1%) dijelaskan oleh variabel lainnya. Jumlah ini cukup besar pada suatu model regresi berganda.

Tabel IV.1. Hasil Uji T

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	6,316E12	3,021E12		2,090	,044
Aliran Kas Bebas	-1,774	,672	-1,867	-2,638	,013
Kebijakan Utang	-2,273E12	1,291E12	-,639	-1,761	,087
Kendala Pendanaan	-1,935E13	-9,212E12	-,740	-2,100	,043
AKB x KP	4,403	1,097	2,781	4,015	,000
KU x KP	7,171E12	3,578E12	1,085	2,004	,053

a. Dependent Variable: Keputusan Investasi

Dengan memperhatikan hasil pengujian regresi dengan variabel moderating di atas maka berikut adalah penjabaran hasilnya:

- a. Aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi.

Hal ini dibuktikan dengan hasil skor tingkat signifikansi sebesar 0,013 ($>0,050$) dan angka beta bertanda negatif. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi pada perusahaan BUMN tidak dapat diterima.

- b. Kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Pada tabel *coefficient* di atas menunjukkan bahwa variabel kebijakan utang yang diprosikan dengan persentase total aset terhadap total utang memiliki nilai signifikansi sebesar 0,087 ($>0,050$) dan beta bertanda negatif. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,050 menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Namun, tanda negatif yang ditunjukkan pada kolom beta, menandakan bahwa kebijakan utang memiliki hubungan yang negatif terhadap keputusan investasi. Dengan angka signifikansi yang lebih besar dari 0,050 maka hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi ditolak.

- c. Kendala pendanaan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi.

Nilai signifikansi pengaruh kendala pendanaan terhadap keputusan investasi menunjukkan angka 0,043 ($<0,050$), dan nilai beta menunjukkan tanda negatif. Dengan hasil uji hipotesis tersebut berarti bahwa hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa kendala pendanaan berpengaruh terhadap keputusan investasi dapat diterima.

- d. Kendala pendanaan memoderasi pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap keputusan investasi.

Hipotesis keempat menyatakan bahwa kendala pendanaan memoderasi pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap keputusan investasi. Jika kita melihat nilai signifikansi sebesar 0,000 ($<0,050$) maka dapat disimpulkan kendala pendanaan dapat menjadi variabel moderasi dan hipotesis keempat diterima. Namun, setelah peneliti memperhatikan tanda positif pada nilai beta, maka dapat dinyatakan bahwa ketika aliran kas bebas meningkat dan kendala pendanaan yang diukur *dividend payout ratio* atau pembagian dividennya besar maka investasi meningkat.

e. Kendala pendanaan tidak memoderasi pengaruh negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi.

Angka signifikansi pada hubungan interaksi kebijakan utang dan kendala pendanaan terhadap keputusan investasi menunjukkan angka 0,053 ($>0,050$) dan angka beta menunjukkan tanda positif. Berdasarkan kedua hasil yang ditunjukkan tersebut, maka dapat disimpulkan kendala pendanaan tidak berhasil memoderasi pengaruh negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi.

4.3. Analisis Hasil Penelitian

a. Hipotesis 1

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Asumsi yang dibangun adalah, jika perusahaan BUMN memiliki aliran kas bebas yang banyak, maka perusahaan tersebut cenderung akan memanfaatkannya untuk investasi. Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas dalam jumlah yang besar, maka ketersediaan kas bersih dari aktivitas operasi dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan investasi berupa penambahan aktiva tetap.

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan hal yang berbeda dengan hipotesis yang telah dibangun. Aliran kas bebas mempengaruhi tindakan investasi perusahaan namun bertnda negatif. Hal ini tidak mengkonfirmasi hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Fazzari, Hubbard, dan Petersen (1988) dalam Hubbard (1988) dalam Fitria (2010) yang telah mendokumentasikan pengaruh positif aliran kas terhadap keputusan investasi perusahaan.

Pengaruh negatif aliran kas bebas pada keputusan investasi dapat dipicu oleh status perusahaan yang menjadi sampel. Sampel perusahaan dalam penelitian ini adalah BUMN yang notabene adalah perusahaan yang masih dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah. Sebagian ekuitas pada perusahaan BUMN dimiliki oleh pemerintah. Ketika BUMN dalam kondisi memiliki aliran kas bebas yang besar, BUMN tidak serta merta langsung dapat memanfaatkan dana tersebut untuk investasi. Hal ini mungkin dipengaruhi terdapat pos-pos lain yang menjadi tujuan bagi perusahaan dalam mengalokasikan aliran kas bebas misalnya adalah untuk membayar utang atau dividen kepada para pemegang saham termasuk pemerintah.

Situs berita online detik dot com menyebutkan bahwa pemerintah melalui Kementerian BUMN menetapkan kenaikan besaran dividen yang harus disetorkan oleh BUMN kepada pemerintah. Jika kas bebas yang dimiliki oleh BUMN diminta untuk memberikan dividen yang semakin besar, maka kemungkinan BUMN kurang mendapatkan kesempatan untuk berinvestasi. Dengan demikian, penyebab hasil uji statistik yang menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi adalah dikarenakan terdapat variabel lain yang menghalangi seperti kebijakan pembagian dividen atau kebijakan utang.

b. Hipotesis 2

Berbeda dengan hipotesis yang pertama, hipotesis kedua pada penelitian ini menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi. Dugaan peneliti berdasarkan hasil penelitian terdahulu adalah, jika porsi total aset semakin besar diperoleh dari pihak ketiga berupa utang, maka perusahaan cenderung akan mengurangi investasi.

Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak mempengaruhi perusahaan BUMN dalam menetapkan keputusan investasi. Hal ini mungkin disebabkan, walaupun perusahaan sedang memiliki jumlah utang yang banyak, namun dikarenakan produk dan jasa yang harus dihasilkan oleh BUMN tetap harus dijalankan, dan untuk menjalankan usaha tersebut perlu tambahan modal investasi berupa aset tetap, maka perusahaan BUMN tetap akan melakukan investasi. Investasi dalam pengukuran ini menggunakan pendekatan nilai aktiva tetap, sehingga dapat dimungkinkan investasi aktiva tetap perusahaan BUMN tetap akan dilakukan demi kelancaran operasi perusahaan dalam menghasilkan produk dan jasa yang menguasai hajat hidup orang banyak di negara ini.

c. Hipotesis 3

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini ingin menguji pengaruh variabel kendala pendanaan terhadap keputusan investasi pada perusahaan BUMN di Indonesia. Hipotesis ini tidak menyatakan arah positif atau negatif dikarenakan masih terdapat perbedaan pandangan dalam menggunakan ukuran kebijakan dividen untuk mengukur variabel kendala pendanaan perusahaan. Hasil dari pengujian secara statistik menunjukkan bahwa kendala pendanaan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi, dengan kata lain hipotesis diterima.

Kendala pendanaan pada penelitian ini diproksikan dengan ukuran *dividend payout ratio*. Jika persentase dividen yang dibayarkan oleh BUMN tinggi berarti ketersediaan dana di perusahaan mengalami pengurangan sehingga mengakibatkan investasi yang dilakukan perusahaan berkurang.

Perusahaan BUMN terikat dengan peraturan pemerintah dalam hal pembagian dividen. Sekalipun besarnya dividen yang akan dibayarkan ditentukan oleh rapat umum pemegang saham (RUPS) namun, tetap ada peran dominan dari pemerintah. Dalam jangka panjang, hal ini dapat merugikan perusahaan BUMN dan menghambat perkembangan usahanya. Jika pemerintah dan pemegang saham mayoritas menghendaki dividen yang besar dari BUMN, maka dana yang tersedia di perusahaan akan banyak dialokasikan untuk pembagian dividen dibandingkan dengan investasi yang notabene dapat meningkatkan laba perusahaan di masa mendatang.

d. Hipotesis 4

Hipotesis keempat merupakan interaksi antara variabel aliran kas bebas dan kendala pendanaan dalam pengaruhnya terhadap keputusan investasi. Pada penelitian ini kendala pendanaan diduga dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap keputusan investasi. Kendala pendanaan diduga akan mengubah keputusan investasi yang dipengaruhi oleh aliran kas bebas. Jika perusahaan BUMN memiliki peningkatan aliran kas bebas dalam kondisi BUMN meningkatkan pembagian dividen, maka investasi menurun.

Hipotesis keempat tersebut di atas dapat diterima dikarenakan tingkat signifikansi di bawah 0,050. Hasil pengujian statistik yang menunjukkan tanda beta yang positif berarti bahwa peningkatan *dividend payout ratio* akan meningkatkan keputusan investasi yang dipengaruhi oleh aliran kas bebas.

Dalam kondisi perusahaan BUMN memiliki aliran kas bebas yang banyak dan kebijakan dividen yang diberikan pun besar, maka investasi yang dilakukan juga meningkat. Berdasarkan hasil penelitian ini, diduga yang terjadi di lapangan adalah investasi bagi BUMN tetap harus dilakukan untuk kelangsungan usaha perusahaan. Kondisi kas bebas yang meningkat dan tuntutan untuk tetap membayarkan dividen kepada para pemegang saham (memiliki kendala pendanaan rendah), menuntut pula perusahaan BUMN dapat meningkatkan operasi perusahaan melalui penyediaan modal tetap melalui investasi aset tetap.

e. Hipotesis 5

Hipotesis kelima merupakan hipotesis terakhir dalam penelitian ini. Hipotesis alternatif kelima menyatakan bahwa kendala pendanaan memoderasi pengaruh negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi. Kebijakan pembagian dividen mempengaruhi keputusan investasi yang dilakukan BUMN berdasarkan kebijakan utang.

Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa ternyata kendala pendanaan yang diukur dengan besarnya kebijakan dividen yang dibayarkan tidak mempengaruhi hubungan negatif kebijakan utang terhadap keputusan investasi. Sama seperti penjelasan sebelumnya bahwa kebijakan dividen perusahaan BUMN masih melekat pada kebijakan pemerintah. Dalam penelitian ini juga menunjukkan keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh kebijakan utang, maka dapat dinyatakan bahwa keputusan investasi perusahaan BUMN tidak dipengaruhi oleh kondisi utang dan dividen perusahaan. perusahaan BUMN akan terus melakukan investasi untuk dapat menjalankan operasi perusahaan dengan baik dan dalam jangka waktu yang panjang walaupun kondisi utang perusahaan meingkat dan terdapat tuntutan untuk membagi dividen yang besar.

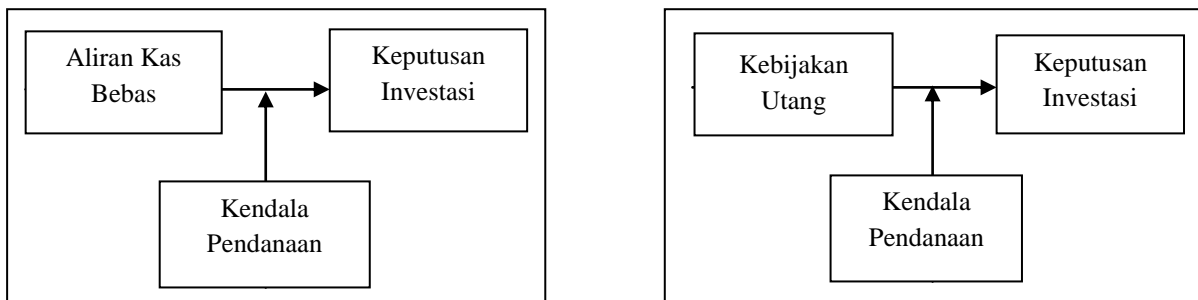
Alasan lain yang mungkin menyebabkan hasil pengujian hipotesis ini adalah, seluruh atau sebagian aset perusahaan BUMN dimiliki pemerintah. Perusahaan BUMN akan merasa aman karena sebagian aset dan liabilitasnya juga menjadi tanggung jawab pemerintah. Hal ini menyebabkan orientasi BUMN adalah hanya untuk meningkatkan pendapatan dan laba BUMN dengan terus berinvestasi, agar dapat menyediakan produk dan jasa yang bernilai penting dan menjadi kebutuhan orang banyak. Dengan tuntutan dividen yang juga besar, jika perusahaan BUMN dapat meningkatkan pendapatannya, maka labanya pun meningkat. Laba tersebut dapat dimanfaatkan untuk terus investasi dan tatap dapat membayarkan dividen sesuai kebijakan pemerintah dan hasil RUPS.

4.4. Analisis Lanjutan

Analisis lanjutan yang dilakukan pada penelitian ini adalah berupa pengujian terhadap dua model regresi yang sebelumnya diuji dalam satu model regresi. Model regresi yang telah diuji sebelumnya sesuai dengan judul penelitian ini adalah pengaruh aliran kas bebas dan kebijakan utang terhadap keputusan investasi dengan kendala pendanaan sebagai variabel moderating. Dalam analisis tambahan ini, model tersebut dipisah menjadi dua yaitu model Ia adalah pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi dengan kendala pendanaan sebagai variabel moderating dan model Ib adalah

pengaruh kebijakan utang terhadap keputusan investasi dengan kendala pendanaan sebagai variabel moderating. Kedua model tersebut dapat dilihat pada gambar berikut ini:

Gambar IV.1. Model Ia dan Ib



Hasil pengujian pada analisis lanjutan dengan model regresi Ia dinyatakan pada tabel di bawah ini:

Tabel II.2. Hasil Uji T Analisis Tambahan Ia

Model	Standardized Coefficients		t	Sig.
	Beta			
1 (Constant)			1,155	,256
Aliran Kas Bebas	-2,103		-2,908	,006
Kendala Pendanaan	-,037		-,385	,702
AKB x KP	2,967		4,179	,000

a. Dependent Variable: Keputusan Investasi

Tabel di atas menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi, kendala pendanaan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi dan interaksi antara variabel aliran kas bebas dengan kendala pendanaan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi (kendala pendanaan memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi).

Terdapat perbedaan hasil pengujian parsial antara pengujian dengan model I (model utuh penelitian ini) dengan pengujian pada model Ia. Pada model I kendala pendanaan dinyatakan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi sedangkan pada model Ia menunjukkan hal yang berbeda. Hal ini diduga karena untuk menjelaskan variabel keputusan investasi, kendala pendanaan masih mungkin dipengaruhi oleh variabel lainnya (contoh: kebijakan utang pada model I).

Pada pengujian dengan model Ia menunjukkan bahwa kendala pendanaan memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi. Hasil ini mengkonfirmasi hasil pengujian dengan menggunakan model I kecuali untuk pengujian parsial pengaruh kendala pendanaan terhadap keputusan investasi.

Hasil pengujian pada model Ib yang menguji pengaruh variabel kebijakan utang terhadap keputusan investasi dengan kendala pendanaan sebagai variabel moderating adalah sebagai berikut:

Tabel II.9 Hasil Uji T Analisis Tambahan Ib

Model	Standardized Coefficients	T	Sig.
	Beta		
1		,245	,808
Kebijakan Utang	-,355	-,483	,632
Kendala Pendanaan	,150	,223	,825
KU x KP	,445	,408	,686

Tabel di atas menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak mempengaruhi keputusan investasi, kendala pendanaan tidak mempengaruhi keputusan investasi, dan kendala pendanaan tidak dapat memoderasi hubungan kebijakan utang terhadap keputusan investasi. Hal ini mengkonfirmasi temuan pada pengujian model I kecuali pada pengaruh kendala pendanaan terhadap keputusan investasi.

5. Penutup

Penelitian ini menguji faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi pada perusahaan BUMN. Variabel independen dalam penelitian ini adalah aliran kas bebas, kebijakan utang dan kendala pendanaan. Kendala pendanaan juga diuji sebagai variabel pemoderasi antara hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan investasi dan antara kebijakan utang terhadap keputusan investasi.

Model penelitian diuji dengan menggunakan software SPSS 19. Pengaruh variabel moderating terhadap hubungan variabel independen dan dependen diuji dengan uji interaksi yaitu mengalikan variabel independen dengan variabel pemoderasi. Hasil pengujian dengan regresi berganda menunjukkan bahwa keputusan investasi pada perusahaan BUMN dipengaruhi oleh aliran kas bebas, kendala pendanaan dan aliran kas bebas ketika dalam kondisi mengalami kendala pendanaan.

Aliran kas bebas ditemukan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi dan berarti hipotesis pertama ditolak. Hipotesis kedua juga ditolak karena kebijakan utang ditemukan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Kendala pendanaan yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* ditemukan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Untuk hasil pengujian pengaruh variabel pemoderasi, kendala pendanaan hanya mempengaruhi hubungan aliran kas bebas

terhadap keputusan investasi, namun tidak berhasil memoderasi hubungan kebijakan utang terhadap keputusan investasi.

BUMN yang memiliki kebijakan pembagian dividen yang besar, maka akan membatasi investasi. Besaran dividen pada perusahaan BUMN ditentukan berdasarkan RUPS. Pemerintah sebagai pemilik modal BUMN dalam upaya untuk meningkatkan pendapatan negara akan menetapkan kebijakan dividen yang besar kepada BUMN.

Dari hasil pengujian hipotesis-hipotesis dalam penelitian dapat ditarik kesimpulan bahwa (a) Perusahaan BUMN yang memiliki aliran kas bebas yang besar akan meningkatkan investasi; (b) Perusahaan yang memiliki kebijakan dividen yang besar akan menurunkan investasi; dan (c) Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi dan memiliki kebijakan dividen yang tinggi akan meningkatkan investasi.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah selain dari jumlah sampel penelitian yang terbatas, kemungkinan terdapat pemilihan indikator yang kurang tepat untuk sampel BUMN. Misalnya untuk variabel kendala pendanaan yang pada penelitian-penelitian sebelumnya memiliki perbedaan sudut pandang. Kendala pendanaan pada penelitian ini menggunakan proksi kebijakan dividen yang dapat dimungkinkan kurang tepat.

Selain variabel kendala pendanaan, proksi untuk mengukur keputusan investasi juga memiliki perbedaan dengan penelitian-penelitian terdahulu. Hal ini dikarenakan investasi pada perusahaan memiliki banyak definisi. Investasi dapat berupa aset berwujud maupun aset tidak berwujud. Keterbatasan pada penelitian ini adalah hanya menggunakan indikator investasi pada aset berwujud.

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini, maka saran yang dapat peneliti ajukan adalah memperbanyak jumlah sampel penelitian. Jika dimungkinkan memperoleh data keuangan lengkap untuk BUMN yang *non go public*. memperpanjang periode penelitian serta memilih proksi yang lebih tepat untuk mengukur variabel yang diteliti.

Daftar Pustaka

- Anjani, Bella Bestharinda. 2012. *Analisis Faktor-faktor yang Bepengaruh terhadap Keputusan Investasi pada Perusahaan Food and Beverages di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Universitas Diponegoro. Semarang. (tidak dipublikasikan)
- Clearly, S. 1999. The relationship Between Firm Investment and Financial Status. *Journal of Finance*.
- Fenandar, Gany Ibrahim. 2012. *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan*. Skripsi. Universitas Diponegoro, Semarang. (tidak dipublikasikan)
- Fitriya, Weni. 2010. *Aliran kas, Kendala Pendanaan, Mispricing, dan Investasi: Study Empiris pada Bursa efek Indonesia*. Tesis. Universitas Gadjah Mada. Jogjakarta. (tidak dipublikasikan)
- Hapsari, Shinta Ayu. 2010. *Analisis pengaruh free cash flow dan cash position to dividend payout beserta pengaruh pemoderasinya*. Skripsi Universitas Gadjah Mada. Jogjakarta. (tidak dipublikasikan)
- Hartono, Jogyanto. 2009. *Teori Portofolo dan Analisis Investasi*. BPFE Yogyakarta. Edisi Keenam.
- Kaaro, Hermeindito. 2004. *Informasi Asimetri dan Kontril manajemen: Analisis kepekaan Investasi dan Leverage terhadap pemilihan Sumber-sumber Pendanaan*. Disertasi Program pascasarjana Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan)
- Kaplan, S.N. dan Zingales, L. 1997. Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated With Cash Flow?. *Quarterly Journal of economics*.
- Kaplan, S.N. dan Zingales, L. 1997. Do Investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *Quarterly Journal of economics*.
- Kato, Hideaki Kiyoshi, Uri Loewenstein, dan Wenyuh Tsay. 2002. Dividend Policy, Cash Flow, and Investment in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*. Hal 443-473.
- Kompas, edisi 5 April 2011
- Lucyanda, Jurica dan Lilyana. 2012. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol.4 No.2.
- Sriyunianti, Fera. 2008. *Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Kebijakan Utang terhadap Keputusan Investasi*. Tesis. Universitas Gadjah Mada. Jogjakarta. (tidak dipublikasikan)

Referensi Online

- www.bumn.go.id
- www.idx.go.id
- <http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20141028080122-78-8429/investasi-tinggi-syarat-pertumbuhan-7-persen/>
- <http://news.detik.com/transisipresiden/read/2010/03/15/171935/1318727/4/kenaikan-setoran-dividen-tak-akan-ganggu-ekspansi-bumn>
- Permatasari, R Ghita Intan. <http://economy.okezone.com/read/2011/03/31/278/440916/inilah-alasan-anjloknya-laba-garuda-indonesia>
- Abubakar, Mustafa. <http://economy.okezone.com/read/2011/03/17/320/436041/320/bumn-diimbau-bersinergi-bantu-modal-3-sekuritas-bumn>