

PENGARUH FINANCIAL CONSTRAINTS DAN MANAGERIAL CONFIDENCE TERHADAP INVESTMENT CASH FLOW SENSITIVITY

Michael Theodric¹⁾, Rita Juliana^{2)*}

Universitas Pelita Harapan, Tangerang, Banten

e-mail: rita.juliana@uph.edu

ABSTRACT

Penelitian ini memiliki tujuan untuk melihat pengaruh *Financial Constraint* dan *Managerial Overconfidence* terhadap *Investment Cash Flow Sensitivity* dengan meneliti perusahaan non-financial yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dengan periode tahun 2008-2021. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Financial Constraint* tidak memiliki korelasi dengan *Investment Cash Flow Sensitivity*, dan semakin tinggi *Managerial Overconfidence*, maka *Investment Cash Flow Sensitivity* semakin berkurang.

Keywords: Financial Constraint, Managerial Overconfidence, Cash Flow, Investment

1. PENDAHULUAN

Investasi merupakan kegiatan dilakukan oleh korporasi memiliki dampak terhadap perkembangan berkelanjutan. Namun investasi bisa menjadi masalah jika terdapat *financial constraint*. Beberapa studi sebelumnya (Mulier et al., 2016) menjelaskan bahwa sebuah korporasi dapat dikatakan mengalami *financial constraint* jika kegiatan investasinya terhambat karena kekurangan *internal funds* dan juga sulit untuk mendapatkan *external funds*. Peneliti terdahulu yaitu Fazzari et al. (1988) mengukur tingkat *financial constraint* dalam sebuah korporasi dengan *investment cash flow sensitivity*, dimana jika terdapat hubungan semakin positif, maka sebuah korporasi sangat bergantung pada *internal funds* untuk melakukan kegiatan investasi. Pada studi ini, penelitian ingin meneliti lebih lanjut apakah perusahaan dengan keterbatasan keuangan memiliki *investment cash flow sensitivity* lebih tinggi. Menurut penelitian La Rocca et al., (2015), perusahaan dengan *Financial Constraint* memiliki *Investment Cash Flow Sensitivity* yang lebih tinggi. Hal ini serupa penelitian yang dilakukan oleh Malmendier & Tate (2005) yang menjelaskan bahwa *Investment Cash Flow Sensitivity* merupakan seberapa sensitif *internal cash flow* mempengaruhi investasi yang dilakukan oleh perusahaan, dan hasil dari penelitian menyatakan bahwa terdapat korelasi positif antara investasi dan *internal funds* yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini menjadi menarik untuk diteliti untuk melihat apakah hal yang sama berlaku pada perusahaan yang ada di Indonesia

Perusahaan yang dikelola oleh *overconfident manager* memperkuat hubungan antara *cash flow* dan *investment*. (Bukalska, 2020). *Managerial overconfidence* dapat mempengaruhi *financial constraints*, karena dengan *external funds* yang *overpriced*, manager yang *overconfident* akan memanfaatkan *internal cash flow* untuk melakukan investasi. (Deshmukh et al., 2013). Teori ini juga didukung oleh Ben-David et al. (2007) dimana manager yang *overconfident* melakukan *cash hoarding* dengan membayar dividen yang lebih kecil dan juga lebih memilih menggunakan *internal funds* untuk kegiatan investasi. Malmendier et al., (2011) juga menambahkan bahwa manager yang *overconfident* dalam melakukan investasi memilih menggunakan *internal funds* karena lebih dapat

dikendalikan. Penelitian He et al. (2019) menemukan *managerial overconfidence* berdampak pada *internal funds* lebih tinggi sehingga menjadi perusahaan mengalami *overinvestment*.

Keterkaitan dari manager yang *overconfident* berdampak positif terhadap *investment cash flow sensitivity*. Keputusan investasi yang dilakukan oleh *overconfident managers* sebagian besar bergantung pada ketersediaan *internal funds*. Selain itu juga, ketersediaan *internal funds* dapat menjadi penjelasan terhadap pengambilan keputusan investasi dan juga terhadap *overinvestment*, sehingga perusahaan yang dikelola oleh *overconfident managers* menggunakan *internal cash flow* sebanyak mungkin untuk membiayai *overinvestment*. Jika *cash flow internal* tidak mencukupi, perusahaan akan mencoba untuk menggunakan *external funds*. Hal ini menjadi alasan mengapa perusahaan yang dikelola oleh *overconfident managers* memiliki *low debt ratio* karena memiliki *cash flow* yang cukup (Bukalska, 2020).

Penelitian terdahulu menemukan pengaruh keterbatasan pendanaan dan *managerial overconfident* terhadap investasi. Sehingga penelitian ini dilakukan untuk melanjutkan penelitian terdahulu dengan mengobservasi perilaku perusahaan publik di Indonesia. Penelitian ini dapat berkontribusi pada studi dengan mengobservasi perusahaan dengan keterbatasan pendanaan dan *managerial overconfident* yang tinggi cenderung memiliki *investment cash flow sensitivity* yang lebih tinggi.

2. HIPOTESIS

Lewellen and Lewellen (2016) menyatakan bahwa *investment cash flow sensitivity* yang tinggi memiliki korelasi positif terhadap *financial constraint* yang tinggi. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa investasi yang dilakukan oleh perusahaan dapat dipengaruhi oleh *internal cash flow* (Bukalska, 2020). Almeida et al., (2010), Erickson and Whited (2012), Chen and Chen (2012), Lewellen and Lewellen (2016) mengatakan bahwa investasi dan *cash flow* sangat terkait dengan kegiatan investasi sebuah perusahaan. Penelitian yang dilakukan Palupi dan Rizkianto (2020), menunjukkan terdapatnya pengaruh positif signifikan *cashflow* terhadap *investment*. Chiu et al., (2022) menemukan bahwa terdapat korelasi yang positif antara *cash flow* dan investasi.

H1: Cashflow berpengaruh positif terhadap investasi

Sebuah perusahaan dapat dikatakan *financially constraint* jika investasi yang dilakukan terbatas oleh penggunaan *internal funds* dengan alasan sulitnya untuk mendapatkan *ekternal funds* yang mencukupi (Bukalska, 2020). Penelitian yang dilakukan Chiu et al., (2022) menemukan bahwa ada pengaruh positif signifikan *financial constraint* terhadap *Capital Expenditure*. Cobanoglu dan Gumrah (2022) menyatakan bahwa *cash flow* dan investasi menunjukkan bahwa semakin besar *size* sebuah perusahaan, maka *Financial Constraint* pun menurun.

H2: Financial constraint memperkuat hubungan positif cashflow dan investasi

Overconfident managers memiliki kecenderungan untuk melakukan estimasi optimis untuk hasil dari investasi yang dilakukan, dan menilai *external funds* sebagai opsi yang mahal. Maka dari itu, mereka seringkali melakukan *overinvestment* jika terdapat *internal funds* berlebih, dan meminimalisir investasi jika membutuhkan *external financing* (Bukalska, 2020). Maditinos et al., (2015), saat melakukan penelitian pada perusahaan di Yunani, menemukan bahwa perusahaan dengan *overconfident manager* memiliki investasi yang

sensitive terhadap *cash*. Koo and Yang (2018), menggunakan beberapa perusahaan yang terdapat di Korea, menemukan bahwa *overconfident manager* memiliki *investment cash flow sensitivity* yang lebih tinggi dibandingkan dengan manager yang rasional. Pada penelitian Palupi dan Rizkianto (2020), menemukan bahwa terdapat korelasi positif signifikan *overconfident managerial* terhadap investasi. Penelitian yang dilakukan Chiu et al., (2022) terdapat pengaruh positif signifikan *managerial overconfidence* terhadap *cash flow* dan investasi. *Managerial overconfidence* meningkatkan kemungkinan terjadinya *overinvestment* dan kecenderungan untuk melakukan investasi berlebihan jika terdapat *cash flow* yang memadai. Deshmukh et al (2013) menyatakan bahwa *overconfident managers* mendukung terpicunya *financial constraint* dengan melakukan *cash hoardings* agar *internal funds* korporasi dapat dimaksimalkan untuk kegiatan investasi.

H3: Overconfident manager memperkuat hubungan positif cashflow dan investasi

3. METODE RISET

3.1 DATA

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan yang diambil dari S&P Capital IQ. Sampel penelitian yang digunakan adalah perusahaan non-financial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode observasi dari tahun 2008-2021. Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap yang dibutuhkan untuk penelitian ini akan dieliminasi.

b. MODEL EMPIRIS

Mengikuti berbagai penelitian yang sudah dilakukan (Fazzari et al., 1988, Malmendier and Tate., 2005, dan Lin et al., 2020), penelitian ini menggunakan model dibawah untuk meneliti bagaimana *financial constraint* dan *managerial overconfidence* mempengaruhi *investment cash flow sensitivity*.

$$CAPX_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t-1} + \beta_2 FC_{i,t-1} + \beta_3 CF_{i,t-1} \times FC_{i,t-1} + \beta_4 OC_{i,t-1} \\ + \beta_5 CF_{i,t-1} \times OC_{i,t-1} + \beta_6 Q_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{i,t-1} \\ + \beta_9 LEV_{i,t-1}$$

Keterangan :

$CAPX_{i,t}$ = Capital Expenditure

$CF_{i,t-1}$ = Operating cash flow ratio

$LEV_{i,t-1}$ = Debt-to-equity ratio

$Q_{i,t-1}$ = Growth opportunities

$ROA_{i,t-1}$ = Operating performance

$OC_{i,t-1}$ = Overconfidence

$FC_{i,t-1}$ = Financial Constraints

c. OPERASIONALISASI VARIABLE

Tabel 1. Operasionalisasi variabel

Jenis variabel	Nama variabel	Simbol	Definisi variabel operasional
Variabel Dependen	<i>Capital expenditure ratio</i>	CAPX	Pembelian – Penjualan properti & peralatan/total aset
Variabel Independen	<i>Operating Cash Flow</i>	CF	Arus kas bersih/total aset
Financial Constraints	<i>Cash holdings ratio</i>	FC_CASH	(Kas + setara kas)/total aset
Managerial Overconfidence	Debt to Equity Ratio	OC_FIRM	Liabilitas tidak lancar diskalakan dengan nilai pasar perusahaan
Control Variable	Growth Opportunities	Q	<i>Market to book ratio</i> aset bersih di awal tahun
	<i>Firm size</i>	SIZE	Logaritma natural dari total aset
	<i>Operating performance</i>	ROA	Pengembalian aset
	<i>Financial leverage ratio</i>	LEV	Total <i>debt ratio</i> dihitung sebagai total kewajiban/total aset

4. HASIL DAN DISKUSI

4.1 Statistik Deskriptif

Data statistik deskriptif yang diperoleh adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Deskriptif statistic variabel

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Cash Flow	0.032	0.096	-0.34	0.38
Return on Assets	0.032	0.096	-0.33	0.38
Size	28.307	1.698	24.26	32.21
Leverage	0.516	0.338	0.03	2.49
Tobinsq	1.093	1.653	0.05	11.38
Capital Expenditure	0.036	0.061	-0.126	0.262
Financial Constraint	0.501	0.5	0	1
Overconfidence	0.436	0.496	0	1

4.1 Hasil Empiris

	(1) <i>Capital Expanditur e</i>	(2) <i>Capital Expanditur e</i>	(3) <i>Capital Expanditur e</i>
Cash Flow (CF)	.247** (.086)	.27** (.09)	.268** (.092)
Financial Constraint	0 (.002)		0 (.002)
CF*Financial Constraint	.001 (.008)		.002 (.008)
Tobinsq	-.002 (.001)	-.002 (.001)	-.002 (.001)

Size	-.003** (.001)	-.003*** (.001)	-.003*** (.001)
Return on Assets	-.22** (.081)	-.231** (.083)	-.23** (.085)
Leverage	-.005 (.003)	-.005 (.003)	-.005 (.003)
Overconfidence		-.004 (.005)	-.004 (.005)
CF*Overconfidence		-.029* (.013)	-.029* (.013)
_cons	.115*** (.027)	.117*** (.026)	.117*** (.026)
Observations	4896	4896	4896
P-Value	0.0166	0.0125	0.0136
R ²	0.0074	0.0089	0.0089

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Tabel diatas menampilkan hasil regresi dari ketiga model dalam penelitian ini. Dapat dilihat pada tabel diatas dari masing-masing kolom (1) menunjukkan regresi untuk model dengan pengaruh variabel *financial constraint*, (2) menunjukkan regresi untuk model dengan pengaruh variabel *overconfidence*, dan (3) menunjukkan regresi untuk model dengan pengaruh kedua variabel *financial constraint* dan *overconfidence*. Melihat hasil regresi pada tabel diatas, dapat dilihat bahwa koefisien variabel *Cash Flow* signifikan diatas 5% menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *Cash Flow* dengan *Investasi*. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chiu et al., (2022).

Berdasarkan data tabel diatas, peneliti menyimpulkan bahwa variabel *Financial Constraint* tidak signifikan terhadap *Capital Expenditure*, sehingga investasi yang dilakukan oleh sebuah perusahaan tidak dipengaruhi oleh *Financial Constraint* yang dialami ataupun tidak dialami oleh perusahaan tersebut. Maka dari itu, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chiu et al., (2022) yang menjelaskan bahwa *Financial Constraint* memiliki pengaruh positif terhadap *Capital Expenditure*. Selanjutnya melihat koefisien variabel interaksi CF**Financial Constraint* tidak signifikan, sehingga tidak ada perbedaan pengaruh *Cash Flow* terhadap perusahaan dengan *Financial Constraint* dan juga dengan yang tidak.

Koefisien variabel CF**Overconfidence* memiliki signifikan negatif sehingga tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chiu et al., (2022) yang mengatakan bahwa terdapat positif signifikan *Overconfidence* terhadap *Capital Expenditure*. Maka dari itu, dapat dikatakan bahwa dari hasil penelitian data *firms* di Indonesia yang digunakan, semakin sebuah perusahaan *overconfidence*, maka *Cash Flow* perusahaan semakin tidak sensitif. Hal ini mungkin dapat dijelaskan karena pengukuran *Overconfidence* yang digunakan adalah *ratio Leverage* terhadap median pada industri yang serupa, sehingga selain hanya menunjukkan *Overconfidence*, pengukuran ini juga dapat menunjukkan *risk*.

Control variable Size menunjukkan negatif signifikan pada 5% sehingga peneliti menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Capital Expenditure*. Hal yang sama juga dapat dilihat pada *control variable Return on Asset* yang menunjukkan negatif signifikan sehingga juga berpengaruh negatif terhadap *Capital Expenditure*. Hasil kedua variabel ini dapat dijelaskan dari hasil penelitian yang

dilakukan oleh Stancu et al., (2021), dimana terdapat kemungkinan dimana *larger firms* tidak lagi memiliki *growth opportunities* yang sama dengan *smaller firms*, sehingga perusahaan dengan *size* besar tidak memaksimalkan *Capital Expenditure* seperti perusahaan dengan *size* lebih kecil.

Control variable lainnya seperti *Tobinsq* menunjukkan negatif tidak signifikan pada 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai saham perusahaan yang lebih kecil daripada *book value* tidak mempengaruhi *Capital Expenditure* sebuah perusahaan. *Leverage* juga menunjukkan negatif tidak signifikan pada 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa total debt yang tinggi tidak mempengaruhi *Capital Expenditure* perusahaan.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Investasi merupakan hal penting yang dilakukan semua perusahaan. Kerapnya hal penting dilakukan investasi maka terdapat beberapa pertimbangan yang dapat mempengaruhi kegiatan investasi tersebut. Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan sebelumnya, *Investment Cash Flow Sensitivity*, *Financial Constraint* dan *Managerial Overconfidence* merupakan tiga hal yang dianggap faktor penting dan saling berkaitan dalam menentukan investasi.

Penelitian ini menggunakan perusahaan non-finansial yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia yang diteliti dari tahun 2008-2021. Penelitian ini mendapati bahwa hipotesis pertama terbukti setelah melakukan regresi terhadap model penelitian yang digunakan, yaitu bahwa *Cash Flow* berpengaruh terhadap investasi karena koefisien variabel *Cash Flow* signifikan diatas 5%. Kemudian penelitian ini menemukan bahwa hipotesis kedua ditolak setelah melakukan regresi terhadap model penelitian, yaitu bahwa koefisien variabel *Financial Constraint* dan interaksi *Cash Flow*Financial Constraint* tidak signifikan, sehingga tidak terdapat korelasi antara *Financial Constraint* terhadap *Cash Flow* dan investasi. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini juga ditolak setelah melakukan regresi terhadap model penelitian yaitu koefisien variabel *Cash Flow*Overconfidence* signifikan negatif sehingga bertolak belakang dengan hipotesis *Overconfidence* memperkuat hubungan *Cash Flow* dan investasi, karena semakin perusahaan memiliki *Overconfidence*, maka akan *Cash flow* semakin tidak sensitif terhadap investasi.

Mengacu pada hasil pengujian terhadap hipotesis penelitian dan pembahasan yang telah dijelaskan sebelumnya, peneliti mendapati sejumlah saran yang dapat direkomendasikan kepada peneliti selanjutnya. Peneliti dapat melakukan pengukuran *Overconfidence* dengan rumus yang berbeda, karena dengan rumus yang digunakan dalam penelitian ini juga dapat menunjukkan *risk* dalam pengukuran.

REFERENCES

- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing Frictions and the Substitution between Internal and External Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), 589-622. doi:10.1017/S0022109010000177
- Deshmukh, S., Goel, A., & Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463
https://econpapers.repec.org/article/eejfinin/v_3a22_3ay_3a2013_3ai_3a3_3ap_3a440-463.htm

- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501–510. <https://onlinelibrary.wiley.com/resolve/doi?DOI=10.2307/3666221>
- Huafeng (Jason) Chen, Shaojun (Jenny) Chen. (2012) Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: Evidence from the time series, *Journal of Financial Economics*, 103(2), 393-410, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.009>.
- Itzhak Ben-David, John R. Graham, Campbell R. Harvey, 2013. "Managerial Miscalibration," *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 128(4), pages 1547-1584. <https://www.nber.org/papers/w13711>
- La Rocca, M., R. Staglianò, T. La Rocca, and A. Cariola. 2015. "Investment Cash Flow Sensitivity and Financial Constraint: A Cluster Analysis Approach." *Applied Economics* 47 (41): 4442–4457. doi:10.1080/00036846.2015.1030568.
- Lin, C. Y., Chen, Y., Ho, P. H., & Yen, J. F. (2020). CEO overconfidence and bank loan contracting. *Journal of Corporate Finance*, 64, Article 101637. <https://scholars.ncu.edu.tw/en/publications/ceo-overconfidence-and-bank-loan-contracting>
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016). Investment and cash flow: New evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), 1135–1164. <https://www.jstor.org/stable/44157609>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X08000251>
- Maditinos, Dimitrios I. and Maditinos, Dimitrios I. and Tsinani, Alexandra and Šević, Željko. (2015) Managerial Optimism and the Impact of Cash Flow Sensitivity on Corporate Investment: The Case of Greece. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*, 8(2), 20. <https://ssrn.com/abstract=2715490>
- Mulier, K., Schoors, K. J. L., & Merlevede, Bruno. (2016). Investment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints: Evidence from Unquoted European SMEs. *Journal of Banking and Finance*, 73, 46. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3140273
- PALUPI, Tejaningrum & Rizkianto, Eko. (2020). Managerial Overconfidence and Corporate Investment. 16600-16610. https://www.researchgate.net/publication/344853203_Managerial_Overconfidence_and_Corporate_Investment
- Stancu, S., Grecu, E., Aceleanu, M. I., Trasca, D. L., & Albuлесcu, C. T. (2021). Does firm size matters for firm growth? Evidence from the Romanian health sector. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 24(1), 17. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://ipe.ro/rjef/rjef1_21/rjef1_2021p17-31.pdf

- Timothy Erickson, Toni M. Whited. (2012) Treating Measurement Error in Tobin's q, *The Review of Financial Studies*, 25(4), 1286–1329, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr120>
- Wrońska-Bukalska, E. (2019). Power of an overconfident CEO and dividend payment. *Journal of Management and Financial Sciences*, (35), 61-80. <https://doi.org/10.33119/JMFS.2018.35.4>