

PENGARUH KEPEMILIKAN KELUARGA TERHADAP HUBUNGAN ANTARA ARUS KAS DAN INVESTASI

Afanin Nadia Rachmazada, Agung Juliarto ¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This research aims to examine the effect of family ownership on investment-cash flow sensitivity. It also confirms the non-monotonic (S-shaped) relation between the ownership levels of family shareholders on investment-cash flow sensitivity. The population of this research were manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) on the year 2013 – 2017 with a total sample of 136. Data collected by using purposive sampling method. Multiple linear regression analysis was used as the primary tool of analysis in this research. The results of this study prove that the presence of a family large shareholder has negative significant influence on the investment-cash flow sensitivity. At low levels of shareholdings, the family ownership has negative influence on investment-cash flow sensitivity. At moderate levels of shareholdings, the family ownership has positive influence on investment-cash flow sensitivity. While at high levels of shareholdings, the family ownership negatively affect investment-cash flow sensitivity. In other words this research succeed in proving the non-monotonic (S-shaped) relation between the ownership levels of family shareholders and investment-cash flow sensitivity.

Keywords: family ownership, free cash flow, investment-cash flow sensitivity

PENDAHULUAN

Arus kas diakui secara luas dan dianggap sebagai salah satu input terpenting dan faktor-faktor dalam analisis keuangan dan pertumbuhan perusahaan. Evaluasi sebagian besar kinerja tergantung pada hubungan arus kas. Selain itu perusahaan menggunakan pembiayaan, operasi, dan investasi untuk mendapatkan kas. Arus kas negatif tidak selalu berarti bahwa perusahaan memiliki kinerja yang buruk dan bukan pertanda perusahaan yang buruk. Alasannya adalah bahwa perusahaan yang masih muda menghabiskan banyak uang untuk belanja modal (Dickinson, 2011). Perusahaan dengan kas yang cukup dapat menginvestasikan uangnya ke dalam bisnis untuk menghasilkan lebih banyak uang dan laba. Dalam pembiayaan pribadi, arus kas keluar berasal dari pengeluaran atau investasi. Arus kas dapat digunakan sebagai tanda untuk menunjukkan kekuatan keuangan perusahaan.

Hubungan arus kas dan investasi dijelaskan oleh Vogt (1994) dengan menganalisis teori arus kas bebas Jensen (1986) menjelaskan bahwa biaya pemantauan terlalu besar dan manajer dapat memperoleh manfaat dari investasi berlebih perusahaan, sehingga arus kas akan memengaruhi pengeluaran modal secara signifikan setelah mempertimbangkan untuk biaya modal. Biasanya, perusahaan-perusahaan besar dan terkenal akan berinvestasi dalam proporsi arus kas keluar yang lebih besar untuk membeli peralatan dan pabrik yang diperlukan perusahaan dibanding perusahaan kecil. Perusahaan-perusahaan kecil cenderung berinvestasi dengan proporsi yang sangat kecil dari arus kas keluar ke dalam pengeluaran modal atau investasi. Perbedaan disebabkan karena pengurangan maupun penambahan investasi atas perubahan yang terjadi pada arus kas ini disebut dengan sensitivitas arus kas investasi, yakni perubahan arus kas terhadap investasi yang dilakukan perusahaan.

Hubungan antara arus kas dan investasi merefleksikan biaya yang lebih tinggi dari pendanaan eksternal terhadap pendanaan internal karena adanya informasi yang asimetri atau masalah keagenan. Studi lain menunjukkan hubungan antara arus kas dan kendala

¹ Corresponding author

pendanaan adalah fenomena yang sensitif terhadap bagaimana perusahaan diklasifikasikan dalam grup yang terkendala keuangan dan yang tidak terkendala keuangan. Hubungan antara arus kas dan investasi didorong oleh kebijakan manajer memilih arus kas internal untuk berinvestasi meskipun ketersediaan dana rendah (Kaplan dan Zingales, 1997). Hubungan antara arus kas dan investasi sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, karena para investor mempercayakan dananya pada perusahaan yang bersangkutan.

Ketersediaan dana eksternal sangat terkait dengan struktur kepemilikan saham. Struktur kepemilikan saham merupakan cerminan dari pendistribusian kekuasaan dan pengaruh di antara pemegang saham atas kegiatan operasional perusahaan. Beberapa perusahaan memiliki jenis struktur kepemilikan saham yang menyebar (*widespread ownership/widely held corporation*) yaitu kepemilikan saham menyebar secara relatif merata dan tidak memiliki saham dalam jumlah sangat besar dibandingkan dengan lainnya. Struktur kepemilikan saham yang lebih dominan adalah kepemilikan terkonsentrasi, terutama di negara berkembang dan salah satunya adalah Indonesia (Claessens, et al. 2000). Struktur kepemilikan terkonsentrasi adalah kepemilikan mayoritas oleh suatu pihak atas suatu perusahaan. Kepemilikan dalam jumlah besar menjadikan pihak tersebut memiliki kontrol yang besar atas perusahaan sehingga pemegang saham mayoritas dapat disebut dengan pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*).

Kepemilikan keluarga juga merupakan struktur kepemilikan saham yang sering dikaitkan dengan arus kas dan investasi. Kepemilikan keluarga adalah jenis *controlling shareholder* yang paling banyak ditemui di banyak negara. Kehadiran keluarga sebagai *controlling shareholder* yang dapat memengaruhi perusahaan dalam beberapa aspek yang berbeda. Hal ini dikarenakan *controlling shareholder* memiliki kekuatan untuk memaksakan pendapatnya pada direksi, manajemen, dan pemegang saham minoritas. Salah satu hal yang dapat dipengaruhi kepemilikan keluarga adalah keputusan finansial perusahaan. Keputusan finansial perusahaan melibatkan dua pihak, yakni manajer dan pemegang saham. Manajer mempunyai tanggung jawab moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemegang saham, di sisi lain manajer juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya, sehingga ada kemungkinan manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham. Konflik kepentingan inilah yang disebut dengan *agency problems* (Jensen dan Meckling, 1976).

Beberapa penelitian meneliti pengaruh perusahaan keluarga terhadap sensitivitas arus kas dan investasi. Meskipun ada penelitian yang luas, namun bukti yang diberikan terdapat perbedaan. Andres (2011) dan Pindado et al (2011) menunjukkan bahwa perusahaan keluarga publik di Eropa tidak cenderung mengalami kendala keuangan dalam investsi karena secara substansial kurang tergantung pada ketersediaan dana internal. Peruzzi (2017) mendapatkan bahwa bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap sensitivitas arus kas dan investasi. Namun penelitian di Taiwan, Hung dan Kuo (2011) menemukan hasil yang berlawanan dimana kepemilikan keluarga memiliki efek buruk pada sensitivitas arus kas dan investasi perusahaan.

Penelitian ini menggunakan model non linier dalam menjelaskan hubungan kepemilikan keluarga dengan hubungan antara arus kas dan investasi berpola *S-Shape*. *S-Shape* dalam penelitian ini merupakan fungsi kubikal untuk menentukan tingkat kepemilikan untuk menentukan titik balik berpola S dalam menentukan tingkat kepemilikan saham keluarga yang rendah, sedang, dan tinggi terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.

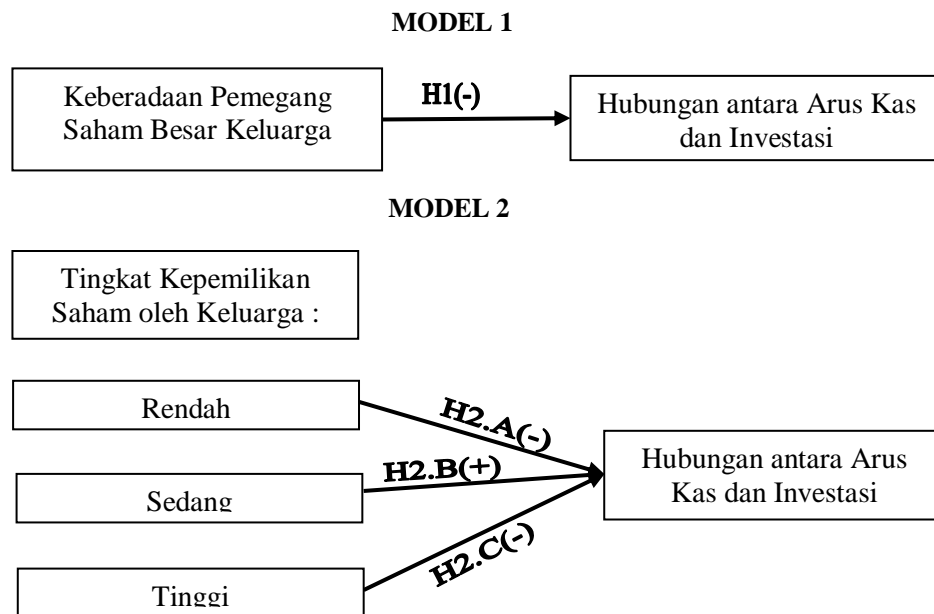
KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Menurut Jensen and Meckling (1976), teori keagenan menggambarkan sebuah hubungan yang timbul karena adanya kontrak antara pihak prinsipal dan pihak lain yang disebut sebagai pihak agen, dimana pihak prinsipal mendelegasikan pekerjaan kepada pihak agen. Investor merupakan pihak prinsipal sedangkan pihak manajemen pengelola perusahaan merupakan pihak agen. Teori ini lebih lanjut menjelaskan bahwa pihak pemilik atau para pemegang saham menyediakan sumber daya bagi pihak manajemen untuk menjalankan perusahaan, sebaliknya pihak manajemen diharuskan untuk melakukan sebuah pelayanan bagi pihak pemilik sesuai dengan kepentingan pemilik. Pihak manajemen juga diberi wewenang oleh pihak pemilik dalam pembuatan keputusan untuk mengelola perusahaan.

Menurut Eisenhardt (1989), terdapat dua masalah dalam hubungan pihak prinsipal dan agen ini, yaitu adanya konflik perbedaan keinginan atau tujuan antara pihak agen dan prinsipal dan adanya kesulitan atau terlalu mahal biaya bagi prinsipal untuk memverifikasi apa yang telah dilakukan pihak manajemen dalam mengelola perusahaan (asimetri informasi). Asumsi bahwa antara pihak pemegang saham dan manajer bertindak untuk memaksimalkan kepentingan masing-masing, mengakibatkan pihak manajemen dapat memanfaatkan asimetri informasi tersebut untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui oleh pihak pemegang saham. Hal ini dapat mendorong pihak manajemen untuk cenderung melakukan perilaku yang tidak semestinya, seperti melakukan praktik manajemen laba.

Terkait dengan biaya keagenan dari arus kas bebas, ketika kepentingan manajer tidak selaras dengan para pemegang saham, manajer dapat menggunakan arus kas yang dihasilkan untuk mengeksploitasi manfaat milik sendiri, sehingga menyebabkan masalah investasi yang berlebih (Jensen, 1986). Dengan demikian, investasi perusahaan akan sangat tergantung pada dana internal, yang mencerminkan masalah keagenan arus kas bebas. Biaya keagenan dapat dikurangi jika manajerial kepemilikan ditingkatkan untuk memberikan insentif bagi manajer untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, sehingga menghasilkan pengaruh negatif antara manajerial kepemilikan dan hubungan investasi dan arus kas (Pawlina dan Renneboog, 2005 dalam Sitthipongpanich, 2017). Pendapat ini juga diterapkan pada pengaturan kepemilikan terkonsentrasi dan perusahaan keluarga di negara berkembang.

Gambar 1
Kerangka Penelitian



Pengaruh Keberadaan Pemegang Saham Besar Keluarga terhadap Hubungan antara Arus Kas dan Investasi

Menurut Sitthipongpanich (2017) terkait dengan biaya keagenan dari arus kas bebas, keluarga pemegang saham mungkin membelanjakan arus kas internal untuk membangun kekuasaan dan terlibat dalam perilaku investasi berlebih. Namun peningkatan kepemilikan saham keluarga dapat meredakan konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Penyelesaian minat dapat mencegah pemegang saham keluarga dari pengeluaran arus kas bebas untuk investasi tidak produktif, sehingga mengarah pada penurunan hubungan antara arus kas dan investasi.

Keberadaan pemegang saham besar keluarga memberikan insentif bagi manajer perusahaan untuk menghindari pada proyek investasi yang tidak produktif. Keberadaan pemegang saham besar keluarga akan menyeleksi kepentingan pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas serta memberikan insentif bagi manajer perusahaan untuk mencegah aktivitas

investasi yang berlebih dalam menghabiskan arus kas internal pada proyek investasi yang tidak produktif. Hal ini mengimplikasikan efek alignment. Alignment adalah tindakan pemegang saham pengendali yang selaras dengan kepentingan pemegang saham nonpengendali (Sanjaya, 2010). Tingkat keberadaan pemegang saham besar dapat menurunkan hubungan antara arus kas dan investasi, sehingga hubungan tingkat kepemilikan keluarga dengan hubungan antara arus kas dan investasi tidak monotonik (Crespi dan Scellato, 2007; Pawlina dan Renneboog, 2005; Andres, 2011 dalam Sitthipongpanich, 2017).

H₁ : Keberadaan pemegang saham besar keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.

Pengaruh Tingkat Kepemilikan Saham oleh Keluarga terhadap Hubungan antara Arus Kas dan Investasi

Pada pola hubungan *S-shape* tingkat kepemilikan yang rendah, pemegang saham keluarga sama dengan pemegang saham minoritas sehingga mengawasi manajemen agar tidak melakukan investasi berisiko yang menimbulkan kerugian. Sehingga pada tingkat ini terjadi *alignment* dengan pemegang saham yang lain. Dengan kepemilikan saham yang rendah maka pemegang saham minoritas akan mengeluarkan dana untuk investasi yang produktif sehingga hubungan antara arus kas dan investasi lebih rendah. Pada tingkat kepemilikan saham yang rendah oleh keluarga dapat mengurangi konflik kepentingan dengan pemegang saham yang lain. Karena penyalarsan kepentingan dengan pemegang saham yang lain sehingga dapat mencegah kepemilikan saham keluarga dari pengeluaran kas untuk investasi yang tidak produktif, sehingga mengarah pada penurunan hubungan antara arus kas dan investasi (Sitthipongpanich, 2017).

Pada tingkat kepemilikan yang menengah, pemegang saham keluarga cenderung memilih proyek investasi yang berisiko dan mengambil manfaat untuk kepentingan pribadi sehingga menimbulkan efek *entrenchment*. *Entrenchment* adalah tindakan pemegang saham pengendali yang terlindung oleh hak kontrol mereka, sehingga terlibat dalam penyalahgunaan kekuasaan (Fan dan Wong, 2002; Yeh, 2005; Sanjaya, 2010). Tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi adalah non monotonik. Pemegang saham keluarga akan memengaruhi manajer perusahaan pada tingkat kepemilikan saham yang sedang agar memilih proyek-proyek investasi yang berisiko dan *overinvestment* untuk memanfaatkan kepentingan pribadi (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer perusahaan akan menghabiskan dana yang besar agar terlibat dalam strategi pembangunan kekuasaan, sehingga hubungan arus kas dan investasi meningkat (Sitthipongpanich, 2017).

Pada tingkat kepemilikan yang tinggi, hubungan antara arus kas dan investasi lebih rendah akibat pemegang saham keluarga lebih peduli tentang jumlah kekayaan para pemegang saham dan keputusan investasi yang dapat mengurangi masalah arus kas sehingga menunjukkan *alignment*. Pada tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga pemegang saham akan terlibat dalam manajemen dan memengaruhi kebijakan dalam pengambilan keputusan investasi untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Ketika pemegang saham keluarga memegang tingkat kepemilikan yang tinggi, kepentingan pemegang saham keluarga sangat selaras dengan kepentingan pemegang saham lainnya sehingga mengarah ke investasi yang produktif. Tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga dapat menurunkan hubungan antara arus kas dan investasi, sehingga hubungan tingkat kepemilikan keluarga dengan hubungan antara arus kas dan investasi tidak monotonik (Crespi dan Scellato, 2007; Pawlina dan Renneboog, 2005; Andres, 2011 dalam Sitthipongpanich, 2017).

H_{2a} : Tingkat kepemilikan saham yang rendah oleh keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.

H_{2b} : Tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga berpengaruh positif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.

H_{2c} : Tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini melibatkan variabel dependen dan variabel independen. Untuk variabel dependen pengujian H1 dan H2 dalam penelitian ini adalah investasi. Untuk menghitung hubungan antara arus kas dan investasi diperoleh menggunakan perhitungan perbandingan antara pengeluaran investasi selama setahun terhadap modal aset tetap pada tahun sebelumnya ($\text{Investment/Capital}$). Untuk variabel independen pengujian H1 dalam penelitian ini adalah arus kas, tobin q, penjualan dan kepemilikan keluarga. Untuk variabel independen pengujian H2 dalam penelitian ini adalah arus kas, tobin q, penjualan dan persentase kepemilikan saham oleh keluarga. Pengukuran kepemilikan keluarga dalam penelitian ini menggunakan teori dari Sitthipongpanich (2017) dengan melihat nilai *Cut-off point of ownership* sebesar 10% untuk keluarga pemegang saham besar. Pengukuran persentase kepemilikan keluarga dibagi tiga yaitu persentase kepemilikan saham keluarga yang rendah, sedang dan tinggi. Dimana persentase kepemilikan saham keluarga yang rendah yaitu sebesar 0-21%, untuk persentase kepemilikan saham keluarga yang sedang yaitu sebesar 22%-63% dan untuk persentase kepemilikan saham keluarga yang tinggi yaitu sebesar 64%-100%. Pada penelitian ini cara mengklasifikasikan tingkat kepemilikan keluarga dengan menggunakan model kedua berdasarkan pada perhitungan model Shittipongpanich (2017) bukan berdasarkan data persentase sesungguhnya.

Kepemilikan keluarga menggunakan dua model. Model pertama perusahaan keluarga menggunakan variabel *dummy* yang bertujuan sebagai bentuk pembandingan antara perusahaan keluarga dan non keluarga. Model kedua adalah dalam bentuk persentase saham yang merupakan tingkat kepemilikan saham keluarga. Arus kas dalam penelitian ini diskalakan dengan arus kas operasi atau laba bersih ditambah depresiasi dan depleksi pada tahun tersebut dibagi modal aset tetap tahun sebelumnya. Tobin q digunakan untuk menangkap peluang investasi dihitung menggunakan $\text{market value total assets dibagi book value total assets}$. Penjualan dihitung dengan penjualan pada tahun sebelumnya dibagi modal pada tahun sebelumnya.

Penentuan Sampel

Populasi dari penelitian yang akan dilakukan terdiri dari semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2013 - 2017. Penentuan jumlah sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling* dengan menentukan kriteria-kriteria tertentu dalam pengambilan sampel. Karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang memiliki informasi laporan laba positif selama tahun 2013-2017 dan memiliki informasi mengenai investasi yang dilakukan oleh perusahaan yang diperoleh dari laporan arus kas investasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang didapatkan secara tidak langsung. Berdasarkan pemilihan sampel yang telah ditentukan diperoleh 136 data. Data tersebut diperoleh dari *Bloomberg* dan *website* resmi Bursa Efek Indonesia.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan menggunakan analisis regresi berganda dengan dua model sebagai berikut :

Model 1 :

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha_{i,t} + \beta_1 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 \frac{\text{Sales}_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 \text{Family}_{i,t} + \beta_5 \text{Family}_{i,t} * \left(\frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2 :

$$\begin{aligned} \frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 \frac{\text{Sales}_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 \text{Own}_{i,t} + \beta_5 \text{Own}_{i,t} * \left(\frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) \\ & + \beta_6 \text{Own}_{i,t}^2 * \left(\frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) + \beta_7 \text{Own}_{i,t}^3 * \left(\frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Keterangan :

- $I_{i,t}$ = Pengeluaran investasi atau belanja modal selama tahun tersebut.
 $K_{i,t-1}$ = Modal aset tetap pada tahun sebelumnya

- $CF_{i,t}$ = Arus kas atau laba bersih pada tahun tersebut
 $Q_{i,t-1}$ = Proksi dari rasio Q Tobin pada tahun sebelumnya (diukur dengan nilai pasar total aset ke nilai buku total aset)
 $Sales_{i,t-1}$ = Penjualan pada tahun sebelumnya
 $Family_{i,t}$ = Variabel dummy yang menunjukkan perusahaan milik keluarga.
 $Own_{i,t}$ = Persentase kepemilikan saham oleh keluarga.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yang telah ditentukan diperoleh 136 data pengamatan yang telah dilakukan. Data tersebut diperoleh dari *Bloomberg* dan *website* resmi BEI. Adapun penjelasan objek penelitian yang telah dilakukan adalah sebagai berikut :

Tabel 1
Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017	142
Dalam mata uang asing	(25)
Memiliki laba negatif	(49)
Data tidak lengkap	(18)
Sampel penelitian 1 tahun	50
Sampel penelitian 5 tahun (2013-2017)	250
Kepemilikan saham keluarga <10%	(114)
Sampel penelitian	<u>136</u>

Sumber : data sekunder diolah 2019

Deskripsi Variabel

Tabel 2 menggambarkan analisis deskriptif untuk mengetahui persebaran dan ukuran pemusatan data dalam penelitian.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Setelah di Transformasi

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev
I	136	.0027	2.3256	.2525	.3029
CF	136	.0399	6.3583	.4826	.5908
Q	136	.2767	41.0068	2.7546	5.9453
SALES	136	1.0076	17.1114	4.4684	3.1429

Sumber : output SPSS, data sekunder diolah 2019

Berdasarkan tabel 2, analisis statistik deskriptif tersebut menunjukkan bahwa jumlah sampel yang diobservasi dalam penelitian ini berjumlah 136. Jumlah data tersebut diperoleh dari sampel penelitian yang berjumlah 136 perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan saham keluarga. Variabel I yang merupakan variabel dependen investasi memiliki nilai minimum sebesar 0,0027, nilai maksimum sebesar 2,3256, nilai rata-rata sebesar 0,2525 dan standar deviasi sebesar 0,3029. Variabel CF yang merupakan variabel independen arus kas memiliki nilai minimum sebesar 0,0399, nilai maksimum sebesar 6,3583, nilai rata-rata sebesar 0,4826 dan standar deviasi sebesar 0,5908. Variabel Q yang merupakan variabel independen tobin q memiliki nilai minimum sebesar 0,2767, nilai maksimum sebesar 41,0068, nilai rata-rata sebesar 2,7546 dan standar deviasi sebesar 5,9453. Variabel SALES yang merupakan variabel independen penjualan memiliki nilai minimum sebesar 1,0076, nilai maksimum sebesar 17,1114, nilai rata-rata sebesar 4,4684 dan standar deviasi sebesar 3,1429.

Pembahasan Hasil Penelitian

Penelitian ini menggunakan uji t untuk memperlihatkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara parsial atau individual terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011).

Penentuan apakah variabel independen dapat diartikan sebagai variabel penjelas apabila nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Hasil uji t model 1 akan ditunjukkan Tabel 3 sebagai berikut :

Tabel 3
Uji Signifikansi Parametrik Individual (Uji Statistik t) Model 1

Model	Unstandardized	Standardized	T	Sig.
	Coefficients	Coefficients		
	B	Beta		
(Constant)	-2.420		-16.523	.000
CF	.783	.467	5.669	.000
1 Q	.044	.205	3.752	.000
SALES	.043	.144	2.334	.020
FAM	.025	.011	.148	.883
FAM.CF	-.458	-.200	-2.455	.015

Sumber : Output SPSS, data sekunder diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel diatas dapat diperoleh persamaan matematis sebagai berikut :

$$\text{INVESTASI} = -2,420 + 0,783\text{CF} + 0,044\text{Q} + 0,43\text{SALES} + 0,25\text{FAM} - 0,458\text{FAM.CF} + e$$

H₁ Pengaruh Keberadaan Pemegang Saham Besar Keluarga terhadap Hubungan antara Arus Kas dan Investasi

Hasil pengujian pada H1 mengenai pengaruh keberadaan pemegang saham besar keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi yang diproksikan dengan FAM.CF dapat dilihat pada tabel 3 diatas. Nilai t hitung sebesar -2,455 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,015 dan arah negatif. Probabilitas sebesar 0,015 lebih kecil jika dibandingkan 0,05. Keberadaan pemegang saham besar keluarga terjadi *alignment* dan memberikan insentif bagi manajer perusahaan untuk menghindari pada proyek investasi yang tidak produktif, sehingga memperlemah hubungan antara arus kas dan investasi. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa keberadaan pemegang saham besar keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Dengan demikian **Hipotesis 1 diterima**.

Hasil pengujian yang dilakukan antara variabel keberadaan pemegang saham besar keluarga terhadap variabel hubungan antara arus kas dan investasi yang diproksikan dengan interaksi antara keberadaan pemegang saham besar keluarga dengan arus kas (FAM.CF) menunjukkan hasil bahwa variabel keberadaan pemegang saham besar keluarga mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap hubungan antara arus kas investasi. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa keberadaan pemegang saham besar keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi dapat diterima.

Keberadaan pemegang saham besar keluarga akan menyelaraskan kepentingan pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas serta memberikan insentif bagi manajer perusahaan untuk mencegah aktivitas investasi yang berlebih dalam menghabiskan arus kas internal pada proyek investasi yang tidak produktif. Tingkat keberadaan pemegang saham besar dapat menurunkan hubungan antara arus kas dan investasi, sehingga hubungan tingkat kepemilikan keluarga dengan hubungan antara arus kas dan investasi tidak monotonik (Crespi dan Scellato, 2007; Pawlina dan Renneboog, 2005; Andres, 2011 dalam Sitthipongpanich, 2017).

Sesuai dengan penelitian yang berada di Thailand dilakukan oleh Shittipongpanich (2017) dimana keberadaan pemegang saham besar keluarga dapat mengontrol dan memengaruhi kebijakan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Kehadiran pemilik keluarga berpotensi untuk berinvestasi dalam proyek produktif agar mengurangi biaya keagenan dari arus kas bebas, sehingga investasi dari perusahaan menjadi kurang sensitif terhadap arus kas.

Hasil uji t model 2 akan ditunjukkan Tabel 4 sebagai berikut :

Tabel 4
Uji Signifikansi Parametrik Individual (Uji Statistik t) Model 2

Model	Unstandardized	Standardized	T	Sig.
	Coefficients	Coefficients		
	B	Beta		
(Constant)	-2.489		-7.403	.000
CF	3.883	2.002	2.846	.005
1 Q	.033	.170	2.040	.043
SALES	.071	.196	2.209	.029
OWN	.001	.014	.091	.928
OWN.CF	-.351	-10.143	-2.673	.008
OWN2.CF	.008	14.719	2.556	.012
OWN3.CF	-5.872E-005	-6.636	-2.474	.015

Sumber : Output SPSS, data sekunder diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel diatas dapat diperoleh persamaan matematis sebagai berikut :

$$\text{INVESTASI} = -2,489 + 3,883\text{CF} + 0,033\text{Q} + 0,071\text{SALES} + 0,001\text{OWN} - 0,351\text{OWN.CF} + 0,008\text{OWN2.CF} - 5,872\text{OWN3.CF} + e$$

H_{2a} Pengaruh Tingkat Kepemilikan Saham yang rendah oleh Keluarga terhadap Hubungan antara Arus Kas dan Investasi

Hasil pengujian pada H_{2.a} mengenai pengaruh tingkat kepemilikan saham yang rendah oleh keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi yang diproksikan dengan OWN.CF dapat dilihat pada tabel 4.12 diatas. Nilai t hitung sebesar -2,673 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,008 dan arah negatif. Probabilitas sebesar 0,008 lebih kecil jika dibandingkan 0,05. Tingkat kepemilikan saham yang rendah sama dengan pemegang saham minoritas sehingga mengawasi manajemen agar tidak melakukan investasi berisiko yang menimbulkan kerugian. Sehingga pada tingkat ini terjadi *alignment* dengan pemegang saham yang lain. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang rendah oleh keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Dengan demikian **Hipotesis 2.a diterima**.

Hasil pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa dengan kepemilikan saham yang rendah maka pemegang saham minoritas akan mengeluarkan dana untuk investasi yang produktif sehingga hubungan antara arus kas dan investasi lebih rendah. Sesuai dengan penelitian yang berada di Thailand dilakukan oleh Shittipongpanich (2017) dimana tingkat kepemilikan saham yang rendah oleh keluarga dapat mengurangi konflik kepentingan dengan pemegang saham yang lain. Karena penyalarsan kepentingan dengan pemegang saham yang lain dapat mencegah kepemilikan saham keluarga dari pengeluaran kas bebas untuk investasi yang tidak produktif, sehingga mengarah pada penurunan hubungan antara arus kas dan investasi.

H_{2b} Pengaruh Tingkat Kepemilikan Saham yang sedang oleh Keluarga terhadap Hubungan antara Arus Kas dan Investasi

Hasil pengujian pada H_{2.b} mengenai pengaruh tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi yang diproksikan dengan OWN2.CF dapat dilihat pada tabel 4.12 diatas. Nilai t hitung sebesar 2,556 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,012 dan arah positif. Probabilitas sebesar 0,012 lebih kecil jika dibandingkan 0,05. Pada tingkat ini, pemegang saham keluarga cenderung memilih proyek investasi yang berisiko dan mengambil manfaat untuk kepentingan pribadi sehingga menimbulkan efek *entrenchment*. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga berpengaruh positif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Dengan demikian **Hipotesis 2.b diterima**.

Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi adalah non monotonik. Sesuai dengan teori keagenan arus kas bebas, pemegang saham keluarga akan memengaruhi manajer perusahaan pada tingkat kepemilikan saham yang sedang agar memilih proyek-proyek investasi yang berisiko

dan *overinvestment* untuk memanfaatkan kepentingan pribadi (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer perusahaan akan menghabiskan dana yang besar agar terlibat dalam strategi pembangunan kekuasaan, sehingga hubungan arus kas dan investasi meningkat.

Sejalan dengan penelitian yang berada di Thailand dilakukan oleh Shittipongpanich (2017) pada tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga, pemegang saham pada tingkat sedang bisa berubah menjadi pemegang saham minoritas dan mengambil alih kekuasaan. Pemegang saham pada tingkat sedang akan memilih proyek investasi yang berisiko dan melakukan investasi yang berlebih untuk mengambil keuntungan pribadi yang menyebabkan hubungan antara arus kas dan investasi meningkat.

H_{2c} Pengaruh Tingkat Kepemilikan Saham yang tinggi oleh Keluarga terhadap Hubungan antara Arus Kas dan Investasi

Hasil pengujian pada H_{2c} mengenai pengaruh tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi yang diprosikan dengan OWN3.CF dapat dilihat pada tabel 4.12 diatas. Nilai t hitung sebesar -2,474 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,015 dan arah negatif. Probabilitas sebesar 0,015 lebih kecil jika dibandingkan 0,05. Pada tingkat ini, hubungan antara arus kas dan investasi lebih rendah akibat pemegang saham keluarga lebih peduli tentang jumlah kekayaan para pemegang saham dan keputusan investasi yang dapat mengurangi masalah arus kas sehingga menunjukkan *alignment*. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga berpengaruh negatif terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Dengan demikian **Hipotesis 2.c diterima**.

Pada tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga pemegang saham akan terlibat dalam manajemen dan memengaruhi kebijakan dalam pengambilan keputusan investasi untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Ketika pemegang saham keluarga memegang tingkat kepemilikan yang tinggi, kepentingan pemegang saham keluarga sangat selaras dengan kepentingan pemegang saham lainnya sehingga mengarah ke investasi yang produktif. Tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga dapat menurunkan hubungan antara arus kas dan investasi, sehingga hubungan tingkat kepemilikan keluarga dengan hubungan antara arus kas dan investasi tidak monotonik (Crespi dan Scellato, 2007; Pawlina dan Renneboog, 2005; Andres, 2011 dalam Sitthipongpanich, 2017).

Sesuai dengan penelitian yang berada di Thailand dilakukan oleh Shittipongpanich (2017) pada tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga, hubungan antara arus kas dan investasi lebih rendah karena adanya penyalarsan kepentingan antara pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas sehingga tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga menurunkan hubungan antara arus kas dan investasi. Para pemegang saham keluarga pada tingkat tinggi akan lebih peduli tentang jumlah kekayaan para pemegang saham dan berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi.

KESIMPULAN

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji mengenai adanya pengaruh kepemilikan saham keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Penelitian ini akan mengonfirmasi pula tentang hubungan non monotonik (*S-shaped*) dari pengaruh tingkat kepemilikan saham oleh keluarga terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2013-2017. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* sehingga didapat sebesar 136 data pengamatan. Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang dilakukan pada bab sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Keberadaan pemegang saham besar keluarga terjadi *alignment* dan terbukti berpengaruh negatif yang signifikan terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.
2. Tingkat kepemilikan saham yang rendah oleh keluarga terjadi *alignment* dan terbukti mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.
3. Tingkat kepemilikan saham yang sedang oleh keluarga terjadi *entrenchment* dan terbukti mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap hubungan antara arus kas dan investasi.

4. Tingkat kepemilikan saham yang tinggi oleh keluarga terjadi *alignment* dan terbukti mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap hubungan antara arus kas dan investasi. Setiap penelitian memiliki keterbatasan dalam melakukan penelitian. Pada penelitian ini, keterbatasannya meliputi:

1. Sampel dalam penelitian ini hanya menggunakan tingkat cut-off persentase kepemilikan saham keluarga diatas 10%.
2. Penelitian ini hanya menggunakan pembagian tingkat rendah, sedang dan tinggi berdasarkan pada perhitungan dari model Shittipongpanich (2017) bukan berdasarkan data persentase sesungguhnya.
3. Penelitian ini tidak menelusuri dan tidak mengidentifikasi hingga kepemilikan saham keluarga ultimat.

Saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya:

1. Penelitian selanjutnya disarankan dapat menggunakan atau menambahkan variabel tata kelola perusahaan yang berhubungan dengan sensitivitas arus kas dan investasi.
2. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan pengukuran kepemilikan keluarga model lainnya.
3. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan data kepemilikan saham keluarga ultimat.

REFERENSI

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Andres, C. (2011). *Family ownership, financing constraints and investment decisions*. *Applied Financial Economics*, 21(22), 1641–1659.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(58), 81- 112.
- Dickinson, V. 2011. *Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle*. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS IBM 20*. Edisi 5. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(3), 305-360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(76), 323-329.
- Kaplan, Steve N., and Luigi Zingales, (1997), "Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?" *Quarterly Journal Economic*, 112(1), 169-215.
- Sanjaya, I. P. S., 2010. Efek Entrenchment Dan Alignment Pada Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi*, 13, 1-26.
- Shittipongpanich, Thitima. 2017. Family ownership and free cash flow. *International Journal of Managerial Finance*, 13, 1-14.
- Villalonga, Belen and Amit, Raphael. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80, 1-33.
- Vogt, S. C. 1994. *The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms*. *Financial Management*, 23(2), 3.
- Pawlina, G. and Renneboog, L. (2005), "Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK." *European Financial Management*, 11(11), 483-513.
- Pindado, J., & de la Torre, C. (2009). *Effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: empirical evidence from Spain*. *Accounting & Finance*, 49(2), 363–383.