



THE EFFECT OF CASH FLOW ON INVESTMENT WITH AGENCY COST AS AN INTERVENING VARIABLE

PENGARUH ARUS KAS TERHADAP INVESTASI DENGAN AGENCY COST SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Muhammad Irsyad Ash Siddiqi¹, Fifi Swandari², Dian Masita Dewi³

Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis,

Universitas Lambung Mangkurat

E-mail: irsyadashsiddiqi@gmail.com

ARTICLE INFO

Correspondent

Muhammad Irsyad Ash Siddiqi

irsyadashsiddiqi@gmail.com

Key words:

Cash Flow, Investment, Agency Cost

Website:

<https://idm.or.id/JSER/index.php/JSER>

Page: 543 – 553

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of cash flow on investment, with agency cost – proxied by free cash flow – as the intervening variable. Based on this objective, four hypotheses were formulated. The sampling method used is purposive sampling, involving 19 listed companies included in the LQ45 index during the 2014–2018 period. To facilitate problem-solving, the study was conducted using Structural Equation Modeling (SEM) with a variance-based approach, utilizing SmartPLS 3 software. The results of this study indicate, among other findings, that cash flow has a positive and significant effect on investment. Cash flow also has a positive and significant effect on agency cost. However, agency cost does not have a significant effect on investment, and agency cost cannot serve as a mediating variable for the relationship between cash flow and investment.

Copyright © 2025 JSER. All rights reserved.

INFO ARTIKEL	ABSTRAK
<p>Koresponden</p> <p>Muhammad Irsyad Ash Siddiqi <i>irsyadashsiddiqi@gmail.com</i></p> <p>Kata kunci: <i>Arus Kas, Investasi, Agency Cost</i></p> <p>Website: https://idm.or.id/JSER/index.php/JSER</p> <p>Hal: 543 – 553</p>	<p>Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh arus kas terhadap investasi dengan variabel <i>intervening</i> yaitu <i>agency cost</i> yang diprosikan dengan <i>free cash flow</i>. Berdasarkan tujuan tersebut maka dalam penelitian ini telah dirumuskan empat hipotesis. Metode sampel menggunakan metode <i>purposive sampling</i> dimana terdapat 19 emiten perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Untuk memudahkan pemecahan masalah, penelitian ini dilaksanakan dengan menggunakan analisis persamaan struktural (SEM) berbasis varian dengan <i>software SmartPLS 3</i>. Hasil penelitian ini menunjukkan diantaranya bahwa arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi. Arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>agency cost</i>. <i>Agency cost</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi. <i>Agency cost</i> tidak dapat dijadikan variabel mediasi terhadap investasi.</p> <p style="text-align: right;"><i>Copyright © 2025 JSER. All rights reserved.</i></p>

PENDAHULUAN

Keputusan investasi dipengaruhi oleh ketersediaan modal dan keadaan keuangan suatu perusahaan. Suatu perusahaan yang memiliki arus kas negatif akan kesulitan dalam melakukan investasi, karena perusahaan tersebut harus melakukan pinjaman atau *right issue* ataupun aksi korporasi lainnya untuk mendapatkan modal yang digunakan dalam melakukan investasi. Jumlah kas yang tidak mencukupi dapat menyebabkan kegiatan operasional akan terganggu, dan jika terlalu banyak kas dapat menyebabkan perusahaan tidak dapat memanfaatkan kas tersebut untuk mendapatkan imbal hasil yang tinggi (Martani *et al.* 2012)

Investasi di Indonesia dari tahun ke tahun semakin membaik berdasarkan grafik di atas yang dikeluarkan oleh Badan Koordinasi Penanaman Modal (2019), dimana dari data realisasi investasi untuk tahun 2018 sebesar Rp 721,3 triliun, meningkat sebesar 4,14 % dibandingkan tahun 2017. BKPM juga merilis data realisasi investasi periode Semester I (Januari-Juni) tahun 2019 yang mencapai Rp 395,6 triliun, terdiri atas realisasi penanaman modal dalam negeri (PMDN) sebesar Rp 182,8 triliun (naik 16,4%) dan realisasi penanaman modal asing (PMA) sebesar Rp 212,8 triliun (naik 4,0%) dibandingkan periode yang sama tahun lalu.

Realisasi investasi periode Januari-Juni 2019 (Semester I 2019) masih didominasi sektor infrastruktur seperti transportasi, telekomunikasi, pembangkit listrik dan konstruksi. Indonesia sebagai negara berkembang untuk dapat menjadi negara maju membutuhkan modal yang sangat besar dan keputusan investasi yang baik dari pemerintah agar dapat menguntungkan negara Indonesia dan mensejahterakan rakyat.

Berdasarkan dari data tersebut terlihat bahwa Indonesia memiliki potensi menjadi negara maju dengan perkembangan investasi yang cukup baik. Hal ini juga berlaku bagi perusahaan agar dapat menjadi perusahaan yang memiliki bisnis yang berkelanjutan perlu untuk melakukan investasi yang tepat dengan modal keuangan yang ada dan

terus meningkat. Modal perusahaan dapat berasal dari internal perusahaan yaitu dari hasil keuntungan perusahaan dan juga dari dana eksternal perusahaan.

Perusahaan yang memiliki arus kas positif akan memiliki modal investasi yang lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki arus kas negatif. Tingkat kepekaan arus kas dalam keadaan positif maupun negatif ini akan mempengaruhi keputusan investasi dari perusahaan tersebut, dalam penelitian ini ketersediaan modal dalam bentuk arus kas akan dilihat pengaruhnya terhadap keputusan investasi pada aset tetap suatu perusahaan.

Peran penting dari manajemen yaitu melakukan pengambilan keputusan terkait dengan modal yang ada untuk kegiatan investasi ataupun hal sebaliknya. Perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan stakeholder dapat menyebabkan ketidakefisienan dalam penggunaan modal tersebut untuk kegiatan investasi.

Manajemen yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principal*) cenderung memiliki lebih banyak informasi (*full information*) dibanding dengan *principal*. Informasi yang lebih banyak dimiliki oleh pihak manajemen dapat menyebabkan pihak manajemen untuk melakukan keputusan yang lebih mementingkan kepentingannya untuk memaksimalkan keuntungan pribadi. Sedangkan *principal* dalam hal ini pemilik perusahaan atau investor, akan sulit untuk mengontrol secara efektif tindakan yang dilakukan oleh manajemen karena hanya memiliki sedikit informasi. sehingga, terkadang kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, ditetapkan tanpa sepengetahuan pemilik perusahaan atau investor.

Pihak manajemen cenderung akan mengejar tujuan pribadi, hal ini dapat menyebabkan kecenderungan manajer untuk memfokuskan pada proyek dan investasi perusahaan yang menghasilkan keuntungan yang tinggi dalam jangka pendek dibandingkan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui investasi di proyek-proyek yang menguntungkan jangka panjang. Hubungan keagenan ini perlu untuk diteliti lebih lanjut khususnya terkait tindakan dari pihak manajemen terhadap ketersediaan modal yang ada. Penelitian ini akan menggunakan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai *proxy* dari *agency cost* yaitu biaya yang harus dikeluarkan oleh pemegang saham untuk menjalin hubungan keagenan tersebut. Hal ini akan menjadi dasar untuk mengetahui kecenderungan dari pihak manajemen terhadap arus kas yang ada terkait keputusan investasi yang mereka lakukan, sehingga perlu untuk dilakukan penelitian pengaruh dari arus kas terhadap investasi dan memasukkan *agency cost* sebagai *variable intervening*.

Indeks LQ45 merupakan indeks yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia. Indeks tersebut dipilih salah satunya berdasarkan tingkat likuiditas yang tinggi yang melalui beberapa kriteria pemilihan. Indeks ini banyak diminati oleh para investor karena berisikan saham-saham unggulan dengan angka kapitalisasi pasar yang besar dan prospek perusahaan yang baik. Perusahaan yang besar dan memiliki prospek yang baik. Untuk itulah peneliti memilih perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 untuk dijadikan sebagai sampel penelitian.

Beberapa penelitian yang menganalisis hubungan investasi – arus kas untuk beberapa negara, didapatkan temuan yang berbeda. (Hoshi, Kashyap & Scharfstein, 1991) menemukan bahwa perusahaan Jepang yang berafiliasi dengan Keiretsu dan memiliki hubungan dekat dengan bank utama negara tersebut menunjukkan hubungan arus kas terhadap investasi yang rendah. Kato, Loewenstein & Tsay (2002) juga mengamati hubungan arus kas dan investasi yang secara signifikan lebih rendah untuk Perusahaan yang berafiliasi dengan perusahaan Jepang. George, Kabir & Qian (2011) melakukan penelitian menggunakan arus kas terhadap investasi untuk mengukur kendala

pembiayaan keuangan dengan membandingkan perusahaan dalam bentuk grup bisnis dengan perusahaan independen di India. Berdasarkan hasil penelitiannya ditemukan bahwa hubungan arus kas terhadap investasi positif dan signifikan untuk kedua jenis perusahaan di India yaitu perusahaan terafiliasi dan perusahaan independen sehingga tidak terdapat perbedaan antara perusahaan terafiliasi maupun independen sebagaimana penelitian lainnya. Sedangkan penelitian yang dilakukan Shin & Park (1999) tidak menemukan hubungan antara arus kas dan investasi untuk perusahaan-perusahaan Korea.

C.Jensen & H. Meckling (1976) menyatakan ketika pihak manajemen melakukan fungsi yang tidak menggambarkan kepentingan dari pihak pemegang saham, ketidakefisienan dalam investasi dapat terjadi akibat konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Andrén & Jankensgård (2015) melakukan penelitian terhadap perbedaan peran dari arus kas terhadap sistematis investasi antar tipe perusahaan yang berbeda ketika modal berlebih. Hubungan arus kas terhadap investasi untuk perusahaan besar meningkat dalam periode berlimpah tersebut.

Li & Song (2018) melakukan penelitian efek dari proteksi *antitakeover* sebelum dan sesudah hukum tersebut dikeluarkan pada pengaruh arus kas terhadap investasi dan untuk mengetahui efeknya dimoderasi oleh keadaan laporan akuntansi perusahaan dan masalah keagenan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa arus kas terhadap investasi lebih besar ketika manajer tidak dibolehkan untuk melakukan *takeover*. Efek dari hukum *antitakeover* dalam arus kas terhadap investasi lebih besar ketika keadaan laporan akuntansi perusahaan bernilai buruk. Hal ini juga terjadi dimana arus kas terhadap investasi lebih besar ketika terjadi masalah agensi.

Berdasarkan penelitian Samet & Jarbouli (2017) terhadap perusahaan di Eropa yang termasuk dalam indeks STOXX Europe 600 menemukan bahwa kegiatan CSR dapat memperlemah pengaruh arus kas terhadap investasi. Selain itu mereka juga menemukan bahwa biaya keagenan yang diproksikan dengan *free cash flow* dapat memediasi efek CSR dalam hubungan arus kas dan investasi. Hal ini membuktikan teori empiris bahwa kegiatan sosial membuat perusahaan memiliki posisi yang lebih baik untuk mendapatkan modal pada pasar modal dan menurunkan konflik keagenan.

Menurut Weston & Copeland (1997), biaya keagenan atau *agency cost* merupakan biaya yang menentukan cara pokok dari manajemen untuk membuat kontrak untuk mengorganisasi kepemilikan dari perusahaan bersangkutan. *Agency cost* muncul untuk meminimalkan konflik antara manajemen dan pihak *principal*. Semakin tinggi *agency cost* akan menyebabkan pendanaan untuk kegiatan investasi turun. Hal ini akan mempengaruhi keputusan investasi yang akan dilakukan oleh pihak manajemen, sehingga dalam penelitian ini *agency cost* dijadikan sebagai *variable intervening* dari pengaruh arus kas terhadap investasi.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya maka penelitian pengaruh arus kas terhadap investasi dengan *agency cost* sebagai *variable intervening* sangat menarik dan penting untuk dilakukan karena akan memberikan kontribusi untuk pengetahuan tentang pengaruh *agency cost* dan diharapkan manajemen dapat mengambil keputusan yang tepat untuk investasi perusahaan.

Berdasarkan dari pemikiran diatas peneliti tertarik untuk melakukan penelitian terhadap perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia dengan judul "Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi dengan *Agency Cost* sebagai *Variable Intervening*".

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk dalam penelitian kausalitas dengan menggunakan metode kuantitatif. Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh arus kas terhadap investasi melalui mediasi *agency cost*.

Unit analisis adalah perusahaan - perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan dalam indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2018

Pemilihan sampel penelitian didasarkan pada metode nonprobability sampling atau lebih dikenal dengan metode purposive sampling. Data yang diambil sesuai kriteria sebagai berikut:

1. Sampel merupakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan termasuk dalam saham LQ 45
2. Perusahaan termasuk dalam LQ 45 selama tahun 2014-2018
3. Perusahaan mempunyai laporan keuangan yang berakhir pada 31 Desember

Definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Arus Kas

Arus kas merupakan cerminan produktivitas operasi yang dilakukan oleh sebuah entitas bisnis juga dapat digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan di dalam memenuhi ketersediaan dana dan likuiditasnya. Penelitian ini menggunakan arus kas yang dihitung berdasarkan pendapatan perusahaan sebelum bunga, pajak, depresiasi dan amortisasi. Arus kas ini akan menunjukkan ketersediaan dana dari perusahaan sebagai modal salah satunya untuk melakukan kegiatan investasi.

2. Investasi

Investasi merupakan pengeluaran perusahaan dengan tujuan dimana pengeluaran tersebut dapat memberikan manfaat atau hasil dalam jangka waktu yang panjang. Investasi yang digunakan pada penelitian ini yaitu investasi pada aset tetap atau *capital expenditure* yang disetujui oleh pihak *principal*.

3. Agency Cost

Agency cost merupakan kontrak, di mana satu atau beberapa orang (*principal*) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen tersebut (C.Jensen & H.Meckling 1976). Pada penelitian ini untuk melihat efek *agency cost* terhadap hubungan antara arus kas dan keputusan investasi digunakan *proxy* yaitu *free cash flow*.

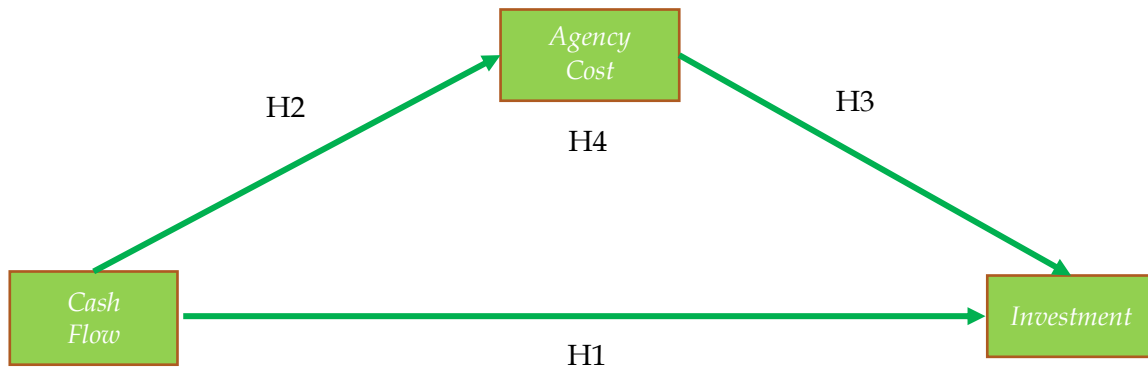
Tabel 1. Pengukuran Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala Ukuran	Sumber
1	Investasi	Biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh aset tetap	$\frac{\text{CAPEX}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Samet & Jarboui (2017)
2	Arus kas	Pendapatan perusahaan sebelum dikurangi bunga, pajak, depresiasi dan amortisasi	$\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Samet & Jarboui (2017)
3	<i>Free Cash Flow</i>	Pendapatan perusahaan sesudah dikurangi bunga, pajak, dan pembayaran dividen	$\frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	Samet & Jarboui (2017)

Sumber: Data diolah, 2019

Penelitian ini menggunakan metode analisis dengan SEM (*Structural Equation Modeling*) dan data akan dianalisis dengan bantuan software *SmartPLS. Partial Least Square (PLS)* merupakan analisis persamaan struktural (SEM) berbasis varian yang secara simultan dapat melakukan pengujian model pengukuran sekaligus pengujian model struktural.

Hipotesis



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Hipotesis Penelitian:

H1: Arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi

H2: Arus kas berpengaruh positif terhadap *agency cost*

H3: *Agency cost* berpengaruh positif terhadap investasi

H4: *Agency cost* memediasi hubungan arus kas terhadap investasi

Model Penelitian ini didasarkan pada penelitian Samet & Jarboui (2017), Chen *et al.* (2013) dan George, Kabir & Qian (2011), dimana untuk analisis multivariat menggunakan *euler equation model* untuk mengestimasi *investment-cash flow sensitivity*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi variabel penelitian adalah gambaran secara umum mengenai variabel penelitian yang digunakan. Data deskripsi statistik dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2. Deskripsi Statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investasi	95	.0014	.2848	.059713	.0552310
Arus Kas	95	.0196	.5754	.166475	.1318233
<i>Free Cash Flow</i>	95	-.1100	.1666	.038541	.0421628
Valid N (listwise)	95				

Sumber: Data diolah, 2019

Pada tabel di atas investasi nilai minimum 0.0014 dan nilai maksimum 0.2848. Nilai rata-rata (*mean*) 0.0597 yang berarti sebagian besar perusahaan sampel melakukan investasi pada aset tetap sebesar 5.97% dari total asetnya. Untuk standar deviasi sebesar 0.0552 lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan perbedaan relatif tidak terlalu besar antar sampel perusahaan.

Arus kas perusahaan dihitung berdasarkan arus kas dibagi dengan total asetnya dimana nilai minimum 0.0196 dan nilai maksimum 0.575. Nilai rata-rata (*mean*) 0.166 dan nilai standar deviasi sebesar 0.1318.

Free cash flow perusahaan dibagi dengan total asetnya dimana nilai minimum -0.11 dan nilai maksimum 0.167. Nilai rata-rata 0.0385 dan standar deviasi 0.0421. Standar deviasi

lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata menunjukkan perbedaan relatif besar antar sampel perusahaan.

Hipotesis penelitian ini diuji dengan menggunakan analisis SEM SmartPLS 3 adapun hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Keterangan	Original Sample	Sample Mean	Standard Deviation	T Statistics	P Values
Arus Kas→Free Cash Flow	0,536	0,542	0,207	2,588	0,010
Arus Kas→Investasi	0,341	0,353	0,136	2,507	0,013
Free Cash Flow→ Investasi	0,119	0,119	0,084	1,426	0,154

Sumber: Hasil analisis SmartPLS (data diolah, 2019)

Berdasarkan Tabel 3 di atas untuk nilai *P Values* arus kas terhadap *free cash flow* sebesar 0,010, arus kas terhadap investasi sebesar 0,013, dan *free cash flow* terhadap investasi sebesar 0,154.

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis Mediasi

Keterangan	Original Sample	Sample Mean	Standard Deviation	T Statistics	P Values
Arus Kas→Free Cash Flow→ Investasi	0,064	0,061	0,048	1,341	0,181

Sumber: Hasil analisis SmartPLS (data diolah, 2019)

Berdasarkan tabel di atas untuk hasil pengujian hipotesis mediasi variabel *free cash flow* terhadap hubungan arus kas dan investasi nilai *P Values* adalah sebesar 0,181. Berdasarkan tabel 4 di atas dapat dilihat pengujian hipotesis dalam penelitian yaitu:

H1: Arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi

Hasil pengujian hipotesis diketahui nilai T-statistik sebesar 2,507 dimana nilai T-statistik > 1,96 dan nilai *P-value* sebesar 0,013 lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis H1 diterima. Hasil dari pengujian hipotesis menunjukkan arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh George, Kabir & Qian (2011), Kim (2014), Samet & Jarboui (2017). Hal ini menunjukkan bahwa penambahan arus kas sebesar 1 kali dapat meningkatkan investasi sebesar 34,1%. Penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas memiliki pengaruh positif terhadap investasi suatu perusahaan, sehingga jika perusahaan memiliki arus kas positif dapat dijadikan modal untuk melakukan investasi jangka panjang dalam bentuk investasi pada aset tetap yang diharapkan dapat memberikan keuntungan dimasa yang akan datang. Sedangkan jika perusahaan mengalami arus kas yang negatif maka perusahaan akan kesulitan untuk dapat melakukan investasi agar dapat terus berkembang.

H2: Arus kas berpengaruh positif terhadap agency cost

Hasil pengujian hipotesis diketahui nilai T-statistik sebesar 2,588 dimana nilai T-statistik > 1,96 dan nilai *P-value* sebesar 0,01 lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis H2 diterima. Hasil dari pengujian hipotesis menunjukkan arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *agency cost*. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Samet & Jarboui (2017). Penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas memiliki pengaruh positif terhadap *agency cost* yang diprosikan dengan *free cash flow*, sehingga jika perusahaan memiliki arus kas positif maka pihak manajemen memiliki dana yang cukup banyak untuk dapat digunakan baik untuk investasi ataupun untuk kegiatan lainnya. Ketersediaan arus kas bebas dibawah kendali manajemen ini dapat mendorong mereka untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang tidak

memaksimalkan nilai, menciptakan masalah over-investasi, dan akibatnya meningkatkan biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham (C.Jensen & H.Meckling 1976).

H3: Agency cost berpengaruh positif terhadap investasi

Hasil pengujian hipotesis diketahui nilai T-statistik sebesar 1,426 dimana nilai T-statistik $< 1,96$ dan nilai P-value sebesar 0,154 lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis H3 ditolak. Hasil dari pengujian hipotesis menunjukkan *agency cost* tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi. Hal ini menunjukkan bahwa ketersediaan arus kas bebas dibawah kendali manajemen tidak mempengaruhi keputusan mereka untuk melakukan kegiatan investasi pada aset tetap. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Komariah *et al* (2012). Efek dari tingginya biaya akan berpengaruh langsung terhadap laba perusahaan. Hasil dari laba perusahaan akan terdapat *retained earnings* yang dapat dipakai untuk melakukan investasi. Kekurangan dari *retained earning* tersebut akan ditutupi dengan cara mencari dana dari eksternal perusahaan seperti berutang, sehingga kekurangan pendanaan dari kegiatan investasi dapat terpenuhi (Komariah *et al.* 2012).

Sundaramurthy & Lewis (2003) menyatakan bahwa dalam keadaan pasar efisien agensi teori akan menghasilkan pengaruh yang tidak konsisten. Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hill & Jones (1992) yang menyatakan bahwa agensi teori sesuai jika pasar dalam keadaan efisien dan menyesuaikan jika terjadi perubahan secara cepat. *Agency cost* dapat berkurang jika manajemen tidak berinvestasi dalam proyek-proyek yang tidak memaksimalkan nilai dan tidak melakukan kegiatan *over-investment*, sehingga biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham tidak meningkat. Hal yang dapat mengurangi *agency cost* yaitu pertama dengan kegiatan *corporate social responsibility* sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Samet & Jarboui (2017). Kedua, dengan cara meningkatkan kepemilikan saham pihak manajemen. Menurut Jensen & Meckling (1976) dengan cara ini pihak manajemen akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Ketiga, dengan meningkatkan pendanaan melalui utang (Jensen *et. al.*, 1992).

H4: Agency cost memediasi hubungan arus kas terhadap investasi

Hasil pengujian hipotesis mediasi dengan menggunakan *SmartPLS* diketahui nilai T-statistik sebesar 1,341 dimana nilai T-statistik $< 1,96$ dan nilai P-value sebesar 0,181 lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis H4 ditolak. Hasil dari pengujian hipotesis menunjukkan bahwa pengaruh arus kas terhadap investasi tidak dapat dimediasi oleh *agency cost*.

Pada pengujian variabel arus kas *agency cost* memiliki hubungan positif dan signifikan. Hal ini memenuhi syarat dari pengujian efek variabel *intervening*, tetapi pada pengujian variabel *agency cost* terhadap investasi tidak terdapat pengaruh signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa *agency cost* tidak dapat dijadikan sebagai variabel *intervening* atau tidak dapat menjadi mediasi hubungan arus kas terhadap investasi sehingga dapat dikatakan H4 ditolak.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dalam penelitian tentang pengaruh arus kas terhadap investasi dengan *agency cost* sebagai *variable intervening* yang berlandaskan kepada kajian pustaka dan penelitian terdahulu, maka dapat disimpulkan beberapa hal berikut ini:

1. Arus kas berpengaruh positif dan signifikan secara langsung terhadap investasi, ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama pada penelitian ini dapat diterima. Hasil ini

- dapat menjelaskan bahwa semakin baik arus kas maka investasi akan semakin meningkat. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh George, Kabir & Qian (2011), Samet & Jarboui (2017), dan Li & Song (2018)
2. Arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *agency cost*, ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua pada penelitian ini dapat diterima. Hasil ini menjelaskan bahwa semakin banyak arus kas yang dihasilkan maka *agency cost* akan semakin meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Samet & Jarboui (2017)
 3. *Agency cost* tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi, ini menunjukkan bahwa hipotesis ketiga pada penelitian ini ditolak. Hasil ini menjelaskan bahwa *agency cost* tidak mempengaruhi keputusan investasi pada aset tetap. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan menutupi kekurangan biaya investasi dengan menggunakan dana eksternal misalnya dengan berutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Komariah *et al* (2012).
 4. Pengujian variabel *agency cost* terhadap investasi tidak terdapat pengaruh signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa *agency cost* tidak memediasi hubungan arus kas terhadap investasi, ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat pada penelitian ini ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Komariah *et al* (2012) dimana hasil penelitiannya menunjukkan pengaruh *agency cost* terhadap investasi tidak signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdillah, W & Jogiyanto 2015, *Partial Least Square (PLS) Alternatif Structural Equation Modeling (SEM)* dalam Penelitian Bisnis, ANDI, Yogyakarta.
- Ade, Y 2008, 'Hubungan Struktur Kepemilikan dan *External Monitoring* terhadap *Agency Cost* dan Aliran Kas', *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, vol. 12, no. 3, pp. 343-354.
- Andrén, N & Jankensgård, H 2015, '*Wall of cash: The investment-cash flow sensitivity when capital becomes abundant*', *Journal of Banking and Finance*, vol. 50, pp. 204-213.
- Attig, N, Cleary, SW, El Ghouli, S & Guedhami, O 2014, '*Corporate Legitimacy and Investment-Cash Flow Sensitivity*', *Journal of Business Ethics*, vol. 121, no. 2, pp. 297-314.
- Bao, D, Chan, KC & Zhang, W 2012, '*Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings*', *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 4, pp. 690-700.
- Borghesi, R, Houston, JF & Naranjo, A 2014, '*Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests*', *Journal of Corporate Finance*, vol. 26, pp. 164-181.
- BPKPM 2019, 'Grafik Perkembangan Realisasi Investasi 2014 - Triwulan II 2019', accessed from <<https://www.bkpm.go.id/>>.
- C.Jensen, M & H. Meckling, W 1976, '*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*', *Journal of Financial Economics*, vol. 13.
- Chen, AA, Cao, H, Zhang, D & Dickinson, DG 2013, '*The impact of shareholding structure on firm investment: Evidence from Chinese listed companies*', *Pacific Basin Finance Journal*, vol. 25, pp. 85-100.
- Chi, JD & Scott Lee, D 2010, '*The conditional nature of the value of corporate governance*', *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, no. 2, pp. 350-361.

- Crutchley, C. dan R. Hansen 1989, *A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend*, Financial Management.
- Eisenhardt, KM 1989, 'Agency Theory: An Assessment and Review', Academy of Management Review, vol. 14, no. 1, pp. 57-74.
- Fahmi & Hadi, YL 2009, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Alfabeta, Bandung.
- Fazzari, S, Hubbard, R, Petersen, B, Blinder, A & Poterba, J 1988, 'Financing Corporate Constraints Investment', Booking Institution Press, vol. 1988, no. 1, pp. 141-206.
- George, R, Kabir, R & Qian, J 2011, 'Investment-cash flow sensitivity and financing constraints: New evidence from Indian business group firms', Journal of Multinational Financial Management, vol. 21, no. 2, pp. 69-88.
- Ghozali, I 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hendriksen, E & Brenda, M V 2001, *Accounting Theory*, Mc.Graw-Hill, USA.
- Hill, CWL & Jones, TM 1992, 'Stakeholder-Agency Theory', Journal of Management Studies.
- Hoshi, T, Kashyap, A & Scharfstein, D 1991, 'Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups', The Quarterly Journal of Economics, vol. 106, no. 1, pp. 33-60.
- IAI 2012, *Standar Akuntansi Keuangan PSAK*, Salemba Empat, Jakarta.
- Indonesia, IA 2009, *Standar Akuntansi Keuangan PSAK*, IKATAN AKUNTAN INDONESIA, Jakarta.
- Jaya, G & Sumertajaya, M 2012, *Pemodelan Persamaan Struktural dengan Partial Least Square*, Universitas Negeri Yogyakarta, Yogyakarta.
- Jensen, G., D. Solberg, and T. Zorn, 1992, *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Kato, HK, Loewenstein, U & Tsay, W 2002, 'Dividend policy, cash flow, and investment in Japan', Pacific Basin Finance Journal, vol. 10, no. 4, pp. 443-473.
- Kim, TN 2014, 'The impact of cash holdings and external financing on investment-cash flow sensitivity', Review of Accounting and Finance, vol. 13, no. 3, pp. 251-273.
- Komariah, S, Suryoprato, B, Wulandari, D & Risbaya, IS 2012, 'The Influence Of Agency Cost, Investment Risk, And Profitability To Investment Decision', Forum Manajemen Indonesia ke 4.
- Li, M & Song, L 2018, *Corporate governance, accounting information environment and investment-cash flow sensitivity*.
- Martani, D, Veronica, S, Wardhani, R, Farahmita, A & Tanujaya, E 2012, *Akuntansi Keuangan Lanjutan Menengah Berbasis PSAK*, Salemba Empat, Jakarta.
- Mudjiyono 2012, 'Investasi Dalam Saham & Obligasi dan Meminimalisasi Risiko Sekuritas Pada Pasar Modal Indonesia', Jurnal STIE Semarang, vol. 4, no. 2, pp. 1-18.
- Mulyadi 2001, *Sistem Akuntansi 3rd edn*, Penerbit Salemba, Jakarta.
- Samet, M & Jarbou, A 2017, 'CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: a mediated moderation analysis', Managerial Finance.

- Shin, HH & Park, YS 1999, '*Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean "chaebols"*', *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, no. 2, pp. 169–191.
- Sunariyah 2004, '*Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*', Penerbit: UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Sundaramurthy, C & Lewis, M 2003, '*Control and collaboration: Paradoxes of governance*', *Academy of Management Review*, vol. 28, no. 3, pp. 397–415.
- Syamsudin, L 2004, *Manajemen Keuangan*, Penerbit Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Tandelilin, E 2010, *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, Kanius, Jogjakarta.
- Weston, J.F., & T.E. Copeland, 1997, *Manajemen Keuangan*, Penerbit Binarupa Aksara, Jakarta.
- .