



FAMILY CONTROL DAN FINANCIAL CONSTRAINTS

Oleh

Rahmat Setiawan¹, Dendy Suarista Suryanegara², Arka Prabaswara³

^{1,2,3}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

e-mail: ¹rahmatsetiawan@feb.unair.ac.id, ²dendy.suarista.suryanegara-2012@feb.unair.ac.id, ³arka.prabaswara-2023@feb.unair.ac.id

Abstrak

Isu-isu yang berkaitan dengan *financial constraints* telah menjadi subjek penelitian yang menarik. Pemegang saham dengan kepemilikan besar dan karakteristik yang khas seperti *family firm* juga dianggap dapat mengurangi sensitivitas investasi terhadap arus kas. Penempatan anggota keluarga sebagai CEO perusahaan juga dianggap dapat mengurangi sensitivitas investasi terhadap arus kas. Studi ini menyelidiki pengaruh *family firm* dan *family CEO* terhadap sensitivitas investasi terhadap arus kas. Sampel yang digunakan oleh penulis adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa arus kas perusahaan berpengaruh positif terhadap investasi. Hasil lainnya juga menunjukkan bahwa pengaruh positif arus kas terhadap investasi lebih lemah pada perusahaan dengan status *family firm* dan pada perusahaan yang memiliki *family CEO*. Hal ini berarti bahwa *family firm* dan *family CEO* dapat memperlemah sensitivitas investasi terhadap arus kas perusahaan yang mengalami *financial constraints*.

Kata Kunci: *Cash Flow, Investasi, Family CEO, Financial Constraints, Family Control*

PENDAHULUAN

Sudana (2015), Keputusan investasi adalah proses memilih satu atau lebih investasi yang dianggap menguntungkan dari berbagai pilihan investasi yang tersedia bagi perusahaan. Hasil dari keputusan investasi ini akan terlihat di neraca sisi aktiva, yang terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tetap. Pada dasarnya semua investasi dari sebuah perusahaan sangat berhubungan erat dengan pendanaan perusahaan. Akibat ketidakmampuan perusahaan dalam mengakses ke sumber pendanaan dapat membuat perusahaan mengalami hambatan finansial atau biasa disebut dengan *financial constraints*.

Kaplan & Zingales (1997), menyatakan bahwa ketika perusahaan menghadapi perbedaan antara biaya modal dari sumber pendanaan internal dan eksternal, maka terjadi financial constraint. Beberapa faktor yang menyebabkan perbedaan antara biaya modal dari sumber pendanaan internal dan eksternal adalah informasi asimetris, masalah agensi

manajemen, dan biaya transaksi. Perusahaan yang proyek investasinya didanai oleh perusahaan lain umumnya terafiliasi dengan perusahaan lain karena kepemilikan saham atau hubungan keluarga dengan perusahaan yang mendanai proyek investasi tersebut. Perusahaan yang terafiliasi dengan perusahaan lain karena hubungan keluarga mungkin lebih mudah mendapatkan dana eksternal untuk investasi.

Timbulnya masalah informasi asimetri dapat dikurangi dengan melibatkan anggota keluarga dalam posisi puncak manajemen perusahaan. Ini karena anggota keluarga yang berada di posisi puncak manajemen perusahaan dapat memberikan pengetahuan tentang perusahaan dan industri di mana perusahaan beroperasi, serta dapat memiliki pengaruh yang signifikan di dalam perusahaan (Pindado et al., 2011). Kepemilikan keluarga juga membantu mengurangi biaya keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi (Anderson et al., 2003). Kepemilikan keluarga memiliki biaya



pendanaan utang yang lebih rendah, dimana hal itu menyebabkan pengurangan selisih antara biaya pendanaan internal dan biaya pendanaan eksternal, dengan demikian mengurangi terjadinya *financial constraints* yang dihadapi oleh perusahaan keluarga (Pindado et al., 2011). Oleh karena itu, perusahaan keluarga atau dapat disebut dengan *family firm* kemungkinan memiliki akses ke sumber pendanaan eksternal lebih besar dan memiliki kemungkinan lebih kecil untuk mengalami *financial constraints*.

Penelitian sebelumnya oleh Agung (2000) mengenai faktor finansial yaitu *cash flow* dan *leverage* dengan investasi. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa *cash flow* berpengaruh positif terhadap investasi dan *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi pada model *Tobin's Q*. Penelitian tersebut juga menyatakan bahwa hubungan *cash flow* terhadap investasi dapat menunjukkan adanya *financial constraints* pada perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained firms* dan *financially unconstrained firms*. Kemudian, penelitian tersebut juga menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi pada perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained firms* dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap investasi pada perusahaan yang diklasifikasikan sebagai *financially unconstrained firms*. Hidayat (2010) likuiditas lebih berpengaruh terhadap keputusan investasi pada perusahaan yang mengalami *financial constraints* daripada perusahaan yang tidak mengalami *financial constraints*.

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki hubungan *cash flow* terhadap investasi dan *cash flow* terhadap investasi dengan di moderasi *family firm* dan *family CEO*. Karena penelitian ini merupakan topik penelitian baru di Indonesia, penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai hubungan antara *cash flow* terhadap investasi

dan *cash flow* terhadap investasi dengan dimoderasi *family firm* dan *family CEO*

LANDASAN TEORI

Financial Constraints

Kaplan & Zingales (1997), menyatakan bahwa *financial constraints* terjadi ketika perusahaan menghadapi perbedaan antara biaya modal dari pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Lee & Park (2016) menyatakan bahwa perusahaan yang menghadapi *financial constraints* lebih cenderung bergantung pada pendanaan internal, memiliki akses yang lebih terbatas ke pasar pendanaan eksternal, dan lebih cenderung untuk menyediakan kas yang cukup untuk motif pencegahan. Hovakimian (2006), *small firm*, *young firm*, *highly levered firm*, dan perusahaan yang mempertahankan *financial slack* dimungkinkan perusahaan yang *financially constrained*. Steven et al., (1998), bisnis yang menghadapi kendala keuangan cenderung mempertahankan pendapatan dalam jumlah yang besar. Perusahaan yang lebih kecil menghadapi kesulitan dalam mendapatkan pendanaan eksternal karena rekam jejak yang lebih pendek membuat lebih sulit untuk menilai kualitas mereka (Devereux & Schiantarelli, 1990). Akibatnya, biaya yang ditimbulkan untuk mendapatkan pendanaan eksternal meningkat. Steven et al., (1998) Perusahaan *financially constrained* dapat melakukan pembayaran dividen rendah, sedangkan perusahaan *non financially constrained* melakukan pembagian dividen yang tinggi.

Family Firm

Miller et al. (2007) *family firm* merupakan perusahaan dimana beberapa anggota dari keluarga yang sama terlibat sebagai pemilik utama atau manajer utama, pada saat ini atau dalam jangka waktu yang panjang sehingga hal ini memungkinkan sejumlah variasi dalam tingkat kepemilikan dan voting control, dalam peran manajerial yang dilakukan oleh anggota keluarga, dan dalam generasi keluarga dari anggota keluarga utama. Villalonga & Amit (2006) perusahaan keluarga



adalah perusahaan yang memiliki pendiri atau seorang anggota keluarga menurut hubungan darah atau pernikahan yang merupakan seorang pegawai, direktur atau pemilik yang sedikitnya memiliki 5% dari ekuitas perusahaan secara individu atau sebagai sebuah grup. Chua et al. (1999) bisnis keluarga adalah sebuah bisnis yang dikelola atau diatur dengan maksud untuk membentuk dan melanjutkan visi bisnis yang dipegang oleh koalisi dominan yang dikendalikan oleh anggota dari keluarga yang sama dalam cara yang berpotensi dapat dipertahankan diseluruh generasi keluarga, sedangkan Claessens et al. (2002) menyatakan suatu perusahaan keluarga ketika terdapat kehadiran sekelompok orang yang berhubungan darah atau pernikahan dengan saham kepemilikan yang besar.

Family CEO

Pindado *et al.* (2011) menyatakan bahwa family CEO adalah perusahaan yang dikendalikan keluarga dan anggota keluarga pengendali merupakan CEO dari perusahaan. Menurut Villalonga & Amit (2006), seseorang yang bertanggung jawab pada awal pertumbuhan dan perkembangan perusahaan disebut founder. Founder dari sebuah perusahaan keluarga umumnya akan menyerahkan kendali manajemen perusahaan kepada generasi keluarga selanjutnya, namun tidak jarang pula menjumpai founder yang menyerahkan kendali manajemen perusahaan kepada seorang profesional. Pelimpahan sebuah bisnis dari generasi senior pemegang jabatan ke generasi kepemimpinan dan kepemilikan selanjutnya disebut dengan proses suksesi (Ward, 2004). Memiliki anggota keluarga yang berada di manajemen perusahaan memiliki beberapa keuntungan. (McConaughy, 2000) menyatakan family CEO dibayar lebih sedikit daripada non family CEO dalam perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga. Selain itu, kontrol keluarga juga berhubungan positif dengan nilai dan kinerja operasi perusahaan, hal ini sebenarnya tidak hanya ketika founder masih hidup, tetapi juga ketika

saham pengendali dipegang oleh keturunan yang menduduki dewan sebagai direktur non eksekutif dan ketika keturunan mengambil posisi CEO, perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga tidak dapat dibedakan secara statistik dari perusahaan non keluarga berkenaan dengan penilaian dan kinerja (Barontini & Caprio, 2006).

Investment

Investasi berdasarkan asetnya dibedakan menjadi dua jenis, yaitu real asset dan financial asset. Real asset merupakan investasi yang berwujud, seperti gedung-gedung, kendaraan dan sebagainya, sedangkan financial asset merupakan dokumen (surat-surat) klaim tidak langsung pemegangnya terhadap aktivitas riil pihak yang menerbitkan sekuritas tersebut. Sudana (2015), apabila perusahaan telah melakukan investasi pada aktiva tetap yang terlalu besar, hal ini akan menimbulkan beban yang berat dan tidak semestinya bagi perusahaan, namun jika investasinya terlalu kecil, maka perusahaan tidak memiliki kapasitas yang cukup sehingga dapat mengakibatkan perusahaan kehilangan kesempatan untuk menguasai pangsa pasar yang ada.

Cash Flow

Weston & Eugene (1993) *cash flow* adalah kas bersih yang sebenarnya, yang sebuah perusahaan hasilkan selama beberapa periode tertentu. *Cash flow* dapat memberikan perusahaan suatu informasi mengenai dana perusahaan yang sebenarnya masuk dan keluar. Menurut PSAK No. 2 (2009), dalam laporan arus kas ada tiga tipe cash flow berdasarkan aktivitasnya yaitu sebagai berikut:

1. Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan entitas (principal revenue-producing activities) dan aktivitas lain.
2. Aktivitas investasi adalah perolehan dan pelepasan aset jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas.



3. Aktivitas pendanaan (financing) adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi kontribusi modal dan pinjaman entitas.

Debt

Debt ratio dapat dilihat sebagai indikator dari risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Proporsi utang yang besar dalam struktur modal meningkatkan risiko tidak dapat terpenuhinya pokok atau bunga kewajiban karena perusahaan mungkin tidak menghasilkan dana yang cukup untuk memenuhi kewajiban ini (Gibson, 2004). Sebaliknya, perusahaan dengan *debt* yang rendah memiliki risiko yang lebih kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan *debt* yang rendah memiliki kemungkinan yang lebih rendah akan terjadinya risiko gagal bayar ataupun terjadinya kebangkrutan di masa mendatang daripada perusahaan dengan *debt* yang tinggi.

Tobin's Q

Tobin's Q pertama kali dikembangkan oleh James Tobin pada tahun 1969. Saat nilai Q lebih kecil daripada satu artinya adalah nilai penggantian aset perusahaan lebih besar daripada nilai pasar perusahaan. Hal ini berarti harga saham perusahaan mengalami *undervalued*. Sebaliknya, jika nilai Q lebih besar daripada satu artinya adalah nilai pasar perusahaan lebih besar daripada nilai penggantian aset perusahaan. Hal ini berarti harga saham perusahaan mengalami *overvalued* (Madyan et al., 2018). Penelitian ini, Q mengontrol atas evaluasi pasar dari peluang investasi perusahaan (Steven et al., 1998; Sudiyanto & Puspitasari, 2010).

Sales

Salah satu aspek penting dari setiap perusahaan adalah penjualan. Pada umumnya, setiap bisnis ingin menghasilkan penjualan yang tinggi sehingga mereka dapat mendapatkan laba bersih yang tinggi. Menurut penelitian ini, peningkatan penjualan bisnis

menunjukkan pandangan ekonomi yang baik (Pindado et al., 2011).

Pengaruh Cash Flow Terhadap Investasi

Financial constraints terjadi apabila perusahaan menghadapi biaya modal pendanaan eksternal yang lebih mahal daripada biaya modal pendanaan internal yang digunakan untuk mendanai aktivitas investasinya. *Financial constraints* dapat diukur melalui sensitivitas investasi terhadap *cash flow*. Saat *cash flow* berpengaruh positif terhadap investasi, maka perusahaan tersebut dapat dikatakan mengalami *financial constraints*. Steven et al. (1998) juga menyatakan bahwa sensitivitas investasi terhadap *cash flow* akan lebih tinggi pada perusahaan yang mengalami *financial constraints*.

H1: Cash flow berpengaruh positif terhadap investasi

Pengaruh Cash Flow Terhadap Investasi Dimoderasi Family Firm dan Family CEO

Pengaruh *cash flow* positif terhadap investasi mengindikasikan bahwa suatu perusahaan mengalami *financial constraints*. Dalam hal ini pengaruh positif *cash flow* dengan investasi dapat berkurang ketika perusahaan tersebut merupakan *family firm*. Hal ini dikarenakan keluarga pendiri biasanya menginvestasikan sebagian besar kekayaan pribadi dalam perusahaan dan percaya pada aset utama mereka sebagai sumber pendapatan (Andres, 2011). Andres (2008) menyatakan adanya manfaat potensial dari kepemilikan keluarga yaitu insentif yang kuat untuk mengawasi manajemen secara ketat dan sifat jangka panjang dari kepemilikan saham keluarga juga menunjukkan bahwa perusahaan keluarga membangun reputasi yang mempengaruhi hubungan mereka dengan pelanggan dan pemasok eksternal modal. Pindado et al., (2011) juga menyatakan kendali keluarga membantu mengurangi sensitivitas investasi terhadap arus kas, dimana hal ini konsisten dengan manfaat potensial yang berhubungan dengan kepemilikan keluarga.



Selain itu, pengaruh positif *cash flow* dengan investasi dapat berkurang jika CEO perusahaan keluarga tersebut merupakan anggota keluarga. Hal ini dikarenakan efek positif dari keterlibatan keluarga ditemukan menjadi kuat ketika pendiri menjabat sebagai CEO (Andres, 2008). Selain itu, kemungkinan informasi asimetris juga akan lebih rendah saat CEO perusahaan tersebut merupakan anggota keluarga. Hal ini dikarenakan dengan memegang peran CEO, keluarga dapat lebih kerap menyelaraskan tindakan perusahaan dengan kepentingan mereka sendiri (Anderson et al., 2003). Andres (2011) juga menyatakan bahwa keputusan investasi perusahaan keluarga kurang sensitif terhadap ketersediaan arus kas internal dan lebih responsif terhadap peluang investasi dan efek ini lebih kuat saat pendiri aktif dalam perusahaan.

H2 : *Family firm* memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap investasi.

H3 : *Family CEO* memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap investasi.

METODE PENELITIAN

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Perusahaan tersebut tersebar dalam industri dasar dan kimia, aneka industri, dan industri barang konsumsi. Keberagaman industri yang dipilih sebagai sampel diharapkan dapat mewakili seluruh industri pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Variabel Dependen Investasi

Investasi, adalah nilai aktiva tetap pada periode sekarang dikurangi nilai aktiva tetap pada periode sebelumnya ditambah beban depresiasi pada periode sekarang dibagi nilai aktiva tetap pada periode sebelumnya.

$$Investment_{it} = \frac{Net\ fixed\ assets_{it} - Net\ fixed\ assets_{it-1} + Book\ depreciation\ expense_{it}}{Net\ fixed\ assets_{it-1}}$$

Variabel Independen

Cash Flow

Cash Flow, merupakan nilai laba bersih ditambah beban depresiasi periode sekarang dibagi nilai aktiva tetap periode sebelumnya.

$$Cash\ flow_{it} = \frac{Net\ income_{it} + Book\ depreciation\ expense_{it}}{Net\ fixed\ assets_{it-1}}$$

Variabel Moderasi

Family Firm

Family Firm, Sebuah perusahaan didefinisikan dikendalikan keluarga ketika pemilik akhirnya pada batas 10% adalah keluarga atau sebuah perusahaan tidak terdaftar yang dimiliki keluarga. Dalam penelitian ini *family firm* merupakan variabel *dummy*, apabila perusahaan tersebut merupakan perusahaan keluarga maka bernilai 1 dan perusahaan tersebut bukan merupakan perusahaan keluarga keluarga maka bernilai 0

Family CEO

Family CEO, perusahaan keluarga dimana CEO-nya merupakan anggota keluarga. Dalam penelitian ini *family CEO* merupakan variabel *dummy*, apabila CEO perusahaan keluarga merupakan anggota keluarga maka bernilai 1 dan CEO perusahaan keluarga bukan merupakan anggota keluarga maka bernilai 0.

Variabel Kontrol

Tobin's Q

Tobin's Q, nilai pasar ekuitas ditambah total utang perusahaan dibagi nilai aktiva tetap pada periode sebelumnya.

$$Q_{it-1} = \frac{Market\ value\ of\ equity_{it-1} + Total\ debt_{it-1}}{Net\ fixed\ assets_{it-1}}$$

Debt

Debt, nilai utang jangka panjang perusahaan dibagi nilai total hutang dan nilai pasar perusahaan pada periode sebelumnya.

$$Debt_{it-1} = \frac{Long-term\ debt_{it-1}}{Total\ debt_{it-1} + Market\ value\ of\ equity_{it-1}}$$

Sales

Sales, nilai penjualan suatu perusahaan dibagi nilai aktiva tetap pada periode sebelumnya



$$Sales_{it-1} = \frac{Net\ sales_{it-1}}{Net\ fixed\ assets_{it-1}}$$

Model Analisis

Model analisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$I_{it} = \alpha + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \beta_3 Debt_{it-1} + \beta_4 Sales_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$$I_{it} = \alpha + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 CF_{it} * FF_{it} + \beta_4 Q_{it-1} + \beta_5 Debt_{it-1} + \beta_6 Sales_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$$I_{it} = \alpha + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CF_{it} * FC_{it} + \beta_4 Q_{it-1} + \beta_5 Debt_{it-1} + \beta_6 Sales_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

I_{it}	=	Investasi perusahaan i pada periode t
CF_{it}	=	Cash Flow perusahaan i pada periode t
FF_{it}	=	Family firm yang diwakili oleh variabel dummy perusahaan i pada periode t
FC_{it}	=	Family CEO yang diwakili oleh variabel dummy perusahaan i pada periode t
Q_{it-1}	=	Tobin's Q perusahaan i pada periode t-1
$Debt_{it-1}$	=	Debt perusahaan i pada periode t-1
$Sales_{it-1}$	=	Sales perusahaan i pada periode t-1
ε_{it}	=	Error term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Deskripsi penelitian ini menjelaskan mengenai analisis deskripsi statistik variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Tabel 1 menunjukkan deskripsi variabel penelitian yang meliputi jumlah data observasi (N), nilai terendah (minimum), nilai tertinggi (maksimum), nilai rata-rata (mean), dan standar deviasi dari variabel-variabel yang digunakan.

Tabel 1. Deskripsi Statistik Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investment	95	-0,4880	1,0272	0,2815	0,2057
Cash Flow	95	-0,9145	2,5976	0,4341	0,4328
Family Firm	95	0,0000	1,0000	0,7700	0,4240
Family CEO	95	0,0000	1,0000	0,4800	0,5020
Tobin's Q	95	1,0892	24,2990	6,0816	4,4103
Debt	95	0,0001	0,5332	0,0856	0,1024
Sales	95	0,5977	35,7851	4,8384	5,2522
Valid N (listwise)	95				

Sumber : Hasil output SPSS Statistics 21 (diolah)

Berdasarkan tabel 1, dapat dilihat bahwa rata-rata *investment* perusahaan sampel sebesar 0,2815 selama tahun 2010-2014. Nilai minimum *investment* sebesar -0,4880 menunjukkan nilai paling rendah *investment* perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum *investment* sebesar 1,0272 menunjukkan nilai paling tinggi *investment* perusahaan dalam penelitian ini.

Rata-rata *cash flow* perusahaan sampel sebesar 0,4341 selama tahun 2010-2014. Nilai minimum variabel *cash flow* sebesar -0,9145 menunjukkan nilai paling rendah *cash flow* perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum variabel *cash flow* sebesar 2,5976 menunjukkan nilai paling tinggi *cash flow* perusahaan dalam penelitian ini.

Variabel *family firm* perusahaan sampel memiliki nilai rata-rata sebesar 0,7700 selama tahun 2010-2014. Nilai minimum *dummy family firm* sebesar 0,0000 menunjukkan nilai paling rendah *dummy family firm* perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum *dummy family firm* sebesar 1,0000 menunjukkan nilai paling tinggi *dummy family firm* perusahaan dalam penelitian ini.

Variabel *family CEO* perusahaan sampel memiliki nilai rata-rata sebesar 0,4800 selama tahun 2010-2014. Nilai minimum *dummy family CEO* sebesar 0,0000 menunjukkan nilai paling rendah *dummy family*



CEO perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum *dummy family firm* sebesar 1,0000 menunjukkan nilai paling tinggi *dummy family firm* perusahaan dalam penelitian ini.

Rata-rata variabel Tobin's Q perusahaan sampel sebesar 6,0816 selama tahun 2010-2014. Nilai minimum variabel Tobin's Q sebesar 1,0892 menunjukkan nilai paling rendah variabel Tobin's Q perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum variabel Tobin's Q sebesar 24,2990 menunjukkan nilai paling tinggi Tobin's Q perusahaan dalam penelitian ini.

Debt perusahaan di Indonesia dalam penelitian ini memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0856. Nilai minimum *debt* sebesar 0,0001 menunjukkan nilai paling rendah variabel *debt* perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum *debt* sebesar 0,5332 menunjukkan nilai paling tinggi *debt* perusahaan dalam penelitian ini selama tahun 2010-2014.

Sales perusahaan di Indonesia dalam penelitian ini memiliki nilai rata-rata sebesar 4,8384. Nilai minimum *sales* sebesar 0,5977 menunjukkan nilai paling rendah variabel *sales* perusahaan dalam penelitian ini. Nilai maksimum *sales* sebesar 35,7851 menunjukkan nilai paling tinggi *sales* perusahaan dalam penelitian ini selama tahun 2010-2014.

Analisis Regresi Linear Berganda Pengaruh *Cash Flow* Terhadap Investasi

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda pada Hipotesis 1

Variabel	Unstandardized Coefficients	Sig. t	Kesimpulan
(Constant)	0,150	0,003	Signifikan*
CashFlow	0,184	0,001	Signifikan*
Q	0,012	0,028	Signifikan*
Debt	-0,035	0,872	Tidak Signifikan
Sales	-0,004	0,378	Tidak Signifikan
R ²	0,204		

Dependen Variabel: *Investment*

* Signifikan jika sig.t < 0,05

** Signifikan jika sig.t < 0,1

Sumber: Data hasil output SPSS Statistics 21 (diolah)

Berdasarkan tabel 2 hasil analisis regresi variabel menunjukkan *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap

investasi (*investment*). Nilai signifikansi variabel independen tersebut berada dibawah 0,05 maka H₀ ditolak dan H₁ diterima. Hal ini menunjukkan semakin tinggi *cash flow* maka semakin tinggi pula investasi perusahaan.

Pengaruh *Cash Flow* Terhadap Investasi Dimoderasi *Family Firm*

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda pada Hipotesis 2

Variabel	Unstandardized Coefficients	Sig. t	Kesimpulan
(Constant)	-0,126	0,429	Tidak Signifikan
CashFlow	0,727	0,011	Signifikan*
FF	0,277	0,085	Signifikan**
Moderasi_FF	-0,569	0,050	Signifikan**
Q	0,010	0,083	Signifikan**
Debt	-0,040	0,855	Tidak Signifikan
Sales	0,000	0,971	Tidak Signifikan
R ²	0,240		

Dependen Variabel: *Investment*

* Signifikan jika sig.t < 0,05

** Signifikan jika sig.t < 0,1

Sumber: Data hasil output SPSS Statistics 21 (diolah)

Berdasarkan tabel 3 hasil analisis regresi variabel menunjukkan *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap investasi (*investment*). Nilai signifikansi variabel independen tersebut berada dibawah 0,05 maka H₀ ditolak dan H₁ diterima. Hal ini menunjukkan semakin tinggi *cash flow* maka semakin tinggi pula investasi perusahaan.

Variabel moderasi *family firm* menunjukkan bahwa moderasi *family firm* berpengaruh negatif signifikan terhadap investasi (*investment*). Nilai signifikansi variabel independen tersebut berada dibawah 0,1 maka H₀ ditolak dan H₁ diterima. Hal ini menunjukkan bahwa moderasi *family firm* memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap investasi.



Pengaruh *Cash Flow* Terhadap Investasi Dimoderasi *Family CEO*

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda pada Hipotesis 3

Variabel	Unstandardized Coefficients	Sig. t	Kesimpulan
(Constant)	0,075	0,156	Tidak Signifikan
CashFlow	0,198	0,000	Signifikan*
FC	0,220	0,005	Signifikan*
Moderasi FC	-0,226	0,088	Signifikan**
Q	0,018	0,002	Signifikan*
Debt	-0,328	0,161	Tidak Signifikan
Sales	-0,004	0,370	Tidak Signifikan
R ²	0,283		

Dependen Variabel: Investment

* Signifikan jika sig.t < 0,05

** Signifikan jika sig.t < 0,1

Sumber: Data hasil output SPSS Statistics 21 (diolah)

Berdasarkan tabel 4 hasil analisis regresi variabel menunjukkan *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap investasi (*investment*). Nilai signifikansi variabel independen tersebut berada dibawah 0,05 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini menunjukkan semakin tinggi *cash flow* maka semakin tinggi pula investasi perusahaan.

Variabel moderasi *family CEO* menunjukkan bahwa moderasi *family firm* berpengaruh negatif signifikan terhadap investasi (*investment*). Nilai signifikansi variabel independen tersebut berada dibawah 0,1 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa moderasi *family CEO* memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap investasi.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun penelitian 2010-2014, dapat disimpulkan bahwa *Cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap investasi. Hal ini berarti perusahaan sampel mengalami *financial constraints*. *Family firm* memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap investasi. *Family CEO*

memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap investasi.

Saran

Saran yang dapat diajukan dalam penelitian ini. Pertama, bagi manajemen perusahaan, untuk memperhatikan ketersediaan pendanaan dari internal perusahaan dan biaya pendanaan dalam mendanai investasi perusahaan. Kedua, penelitian selanjutnya diharapkan mengubah tingkat kepemilikan minimum dalam mengkategorikan perusahaan menjadi perusahaan keluarga atau meneliti lebih lanjut mengenai keterlibatan keluarga dalam aktivitas manajerial di dalam perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Agung, J. (2000). Financial Structure, Firms' Investment and the Channels of Monetary Policy in Indonesia. In Buletin Ekonomi dan Perbankan (pp. 146–178).
- [2] Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- [3] Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance-An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003>
- [4] Andres, C. (2011). Family ownership, financing constraints and investment decisions. *Applied Financial Economics*, 21(22), 1641–1659. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.589805>
- [5] Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance. *European Financial Management*, 12(5), 689–723.
- [6] Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). *Defining the Family Business by*



- Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19–39. <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- [7] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [8] Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1990). Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data. *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, January, 279–306.
- [9] Gibson, C. H. (2004). *Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information*. South-Western.
- [10] Hidayat, R. (2010). Keputusan Investasi dan Financial Constraints: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. In *Buletin Ekonomi dan Perbankan* (pp. 457–480).
- [11] Hovakimian, (2006). Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales Authors (s): Gayané Hovakimian and Sheridan Titman Source: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 2 (Mar., 2006), pp. 3. 38(2), 357–374.
- [12] Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169–215.
- [13] Lee, C., & Park, H. (2016). Financial constraints, board governance standards, and corporate cash holdings. *Review of Financial Economics*, 28, 21–34. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.10.001>
- [14] Madyan, M., Meidiaswati, H., Sudana, I. M., & Sasikirono, N. (2018). The PROPER award, CSR performance, and market performance in the indonesia stock market: does environmental award create value? *Airlangga International Conference on Economics and Business 2018*, 59–70. <http://aiceb.feb.conference.unair.ac.id/>
- [15] McConaughy, D. L. (2000). Family CEO versus non-family CEO in the family controlled firm. *Family Business Review*, Vol. 13(No. 2), 121–132.
- [16] Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829–858. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004>
- [17] Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2011). Family control and investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1389–1409. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.003>
- [18] Steven M, F., R., G. H., & Bruce C., P. (1998). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Paper on Economic Activity*. In *Brookings Papers on Economic Activity* (pp. 141–195).
- [19] Sudana, I. M. (2015a). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Penerbit Erlangga.
- [20] Sudiyanto, B., & Puspitasari, E. (2010). Puspitasari & Sudiyatno. *Kajian Akuntansi*, 2(1), 9–21.
- [21] Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- [22] Ward, J. L. (2004). *Perpetuating the Family Business: 50 Lessons Learned from Long-Lasting, Successful Families in Business*. Palgrave Macmillan.
- [23] Weston, J. F., & Eugene F. Brigham. (1993). *Essentials of Managerial Finance* (Tenth Edit). The Dryden Press.



HALAMAN INI SENGAJA DIKOSONGKAN