



**PENGARUH ARUS KAS DI MODERASI CSR DAN DI MEDIASI BIAYA
AGENSI TERHADAP INVESTASI**
**(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode
2011-2016)**

SKRIPSI

**Untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi
Pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh:
Sri Rahmah Putri Bestari
NIM 7211414206

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2018

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : *Jumat*
Tanggal : *29 Juni 2018*

Mengetahui,

Ketua Jurusan Akuntansi



[Signature]
Drs. Fachrurrozie, M.Si.
NIP. 196206231989011001

Pembimbing

A handwritten signature in black ink, appearing to be "Kiswanto S.E.", written over a white background.

Kiswanto S.E., M.Si.
NIP. 198309012008121002

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada :

Hari : Rabu

Tanggal : 11 Juli 2018

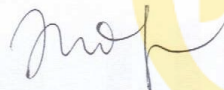
Penguji I



Drs. Heri Yanto, MBA, Ph.D.

NIP. 196307181987021001

Penguji II



Indah Fajarini Sri W., S.E.,M.Si.,Akt.,Ph.D.

NIP. 197804132001122002

Penguji III



Kiswanto, S.E., M.Si

NIP. 198309012008121002

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi



Drs. Heri Yanto, MBA, Ph.D.

NIP. 196307181987021001

PRAKATA

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Pengaruh Arus Kas di Moderasi CSR dan di Mediasi Biaya Agensi Terhadap Investasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2011-2016)”**. Penyusunan skripsi ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu persyaratan guna memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam penyelesaian skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, saran, bimbingan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis ingin menyampaikan ucapan terimakasih kepada :

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum., Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk belajar di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto MBA, Ph.D, Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, yang telah memberikan fasilitas dan kesempatan mengikuti program S1 di Fakultas Ekonomi.
3. Drs. Fachrurrozie, M.Si., Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kepercayaan kepada penulis untuk melakukan penelitian.
4. Kiswanto, S.E., M.Si., Dosen Pembimbing yang dengan sabar memberikan saran, semangat, serta motivasi yang bermanfaat bagi penulis sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.

5. Drs. Heri Yanto MBA, Ph.D, Dosen Penguji skripsi I yang telah membimbing dan memberikan saran, sehingga skripsi ini menjadi lebih baik.
6. Indah Fajarini S.W., S.E., M.Si., Akt., Ph.D., Dosen Penguji skripsi II yang telah membimbing dan memberikan saran, sehingga skripsi ini menjadi lebih baik.
7. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, yang telah membimbing dan memberikan ilmu serta pengalamannya kepada penulis.
8. Bapak, Ibu, Kakak dan Adikku tercinta yang senantiasa memberikan doa, dukungan, semangat dan kasih sayangnya.
9. Sahabatku Ares, Ayu, Lita, Mila, Sofi, Wisnu yang senantiasa menjadi teman berbagi pengalaman. Juga untuk Ali Tsabit Zuhri teman yang selalu ada buat aku, selalu menjadi yang terbaik yang selalu bisa kuandalkan,terimakasih.
10. Teman-teman seperjuangan Akuntansi C 2014, tiga kata : kebersamaan, kebahagiaan dan kesetiaan. Terimakasih atas pengalaman, suka dan duka yang tak terlupakan selama kurang lebih 4 tahun bersama.
Akhir kata, peneliti berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi peneliti dan pembaca, dapat dijadikan referensi untuk penelitian selanjutnya dan berguna bagi perkembangan studi akuntansi.

Semarang, Mei 2018

Penulis

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Sri Rahmah Putri Bestari

NIM : 7211414206

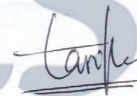
Tempat Tanggal Lahir : Semarang, 24 Agustus 1995

Alamat : Jl. Gunungjati Utara 1 No 17 Rt 1/2 Wonosari, Ngaliyan,
Semarang

menyatakan bahwa yang tertulis didalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila dikemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

Semarang, Mei 2018



Sri Rahmah Putri Bestari

NIM. 7211414206

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

- “Sesungguhnya Allah tidak akan mengubah nasib suatu kaum hingga mereka mengubah diri mereka sendiri” (QS. Ar-Ra’d: 11).
- Allah tidak akan membebani seseorang itu melainkan sesuai dengan kesanggupannya” (QS. Al-Baqarah: 286).
- “Maka sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan. Sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan” (QS. Al-Insyirah: 5-6).

Persembahan

Skripsi ini saya persembahkan kepada :

1. Kedua orang tua ku (Bpk. Komarudin dan Ibu Siti) yang senantiasa selalu mendoakan dan mendukung setiap langkahku menuntut ilmu.
2. Kakak ku (Aulia Rahman) dan Adikku (Nirmala) yang selalu memberikan semangat.
3. Kakak iparku (Vinth) dan Keponakan tersayang (Nabil).
4. Sahabatku, Mila, Sofi, Wisnu, Ares, Lita, Ayu, dan teman-teman seperjuangan Akt C’14 yang senantiasa memberikan dukungan.
5. Yang paling kucintai, M. Ali Tsabit Zuhri
6. Segenap Dosen Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi yang sangat berjasa dalam membimbing dan mendidik kami.
7. Almamater

SARI

Bestari, Sri Rahmah Putri. 2018. “Pengaruh Arus Kas di Moderasi CSR dan di Mediasi Biaya Agensi Terhadap Investasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2016)”. Skripsi. Jurusan Akuntansi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing Kiswanto, S.E., M.Si.

Kata Kunci : Arus Kas, Biaya Agensi, CSR, Investasi

Dunia bisnis khususnya kegiatan pasar modal dalam era globalisasi telah mengalami perkembangan yang pesat dalam memobilisasi dana dari perusahaan maupun masyarakat yang ingin berinvestasi di pasar modal. Adanya pasar modal dalam kegiatan bisnis ini mempermudah perusahaan untuk berinteraksi dengan para investor sehingga dapat dijadikan sebagai alternatif dalam memenuhi kebutuhan dana. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor yang mempengaruhi investasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini menggunakan arus kas sebagai variabel independen, CSR sebagai variabel moderasi dan Biaya agensi sebagai variabel mediasi yang kemungkinan dapat mempengaruhi investasi pada perusahaan.

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2016. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode purposive sampling sehingga diperoleh sampel sebanyak 41 perusahaan dengan periode pengamatan selama 6 tahun dan diperoleh 246 unit analisis dalam penelitian. Penelitian ini menggunakan teknik analisis data uji asumsi klasik, analisis regresi sederhana dan analisis regresi dengan variabel moderating mediating (modmed) untuk menguji pengaruh antar variabel.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel arus kas tidak berpengaruh terhadap investasi. CSR terbukti menjadi variabel moderasi hubungan antara arus kas terhadap investasi. Biaya Agensi mampu memediasi efek moderat CSR. Saran untuk penelitian selanjutnya yaitu diharapkan menggunakan sampel perusahaan yang lain misal perusahaan pertambangan, perusahaan jasa, perusahaan keuangan dan lain sebagainya serta menggunakan periode pengamatan yang lebih baru agar dapat memperoleh hasil yang berbeda.

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

ABSTRACT

Bestari, Sri Rahmah Putri. 2018. "The Influence of Cash Flow Moderated by CSR and Mediated by Agency Costs on Investment (Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on BEI Period 2011-2016)". Essay. Accounting Major. Faculty of Economics. State University of Semarang. Supervisor Kiswanto, S.E., M.Si.

Keywords : Agency Costs, Cash Flow, CSR, Investment

The business world in particular the activities of the capital market in the era of globalization has been progressing rapidly in mobilizing funds from the company or people who want to invest in the capital market. The presence of capital market in business activities is easy for companies to interact with investors so that it can be used as an alternative to meet the needs of the fund. This study aims to determine the factors that affect investment in manufacturing companies in Indonesia. This study uses the cash flow as an independent variable, CSR as a moderating variable and agency Costs as a mediating variable that may affect an investment in the company.

This study uses the population of manufacturing companies listed in Indonesia stock Exchange during the period 2011-2016. The sampling technique using purposive sampling method so that the obtained a sample of 41 companies with a period of observation for 6 years and obtained 246 unit of analysis in research. This study used techniques of data analysis classical assumption test, simple regression analysis and regression analysis with moderating variables mediating (modmed) to test the influence between variables.

The results showed that the cash flow variables do not affect the investment. CSR proved to be a moderating variable of the relationship between cash flow to investments. Agency costs are able to mediate the effect of moderate CSR. Suggestions for further research that is expected to use a sample of another company e.g. mining companies, service companies, financial companies and others as well as using the period of observation that is new in order to obtain better results.

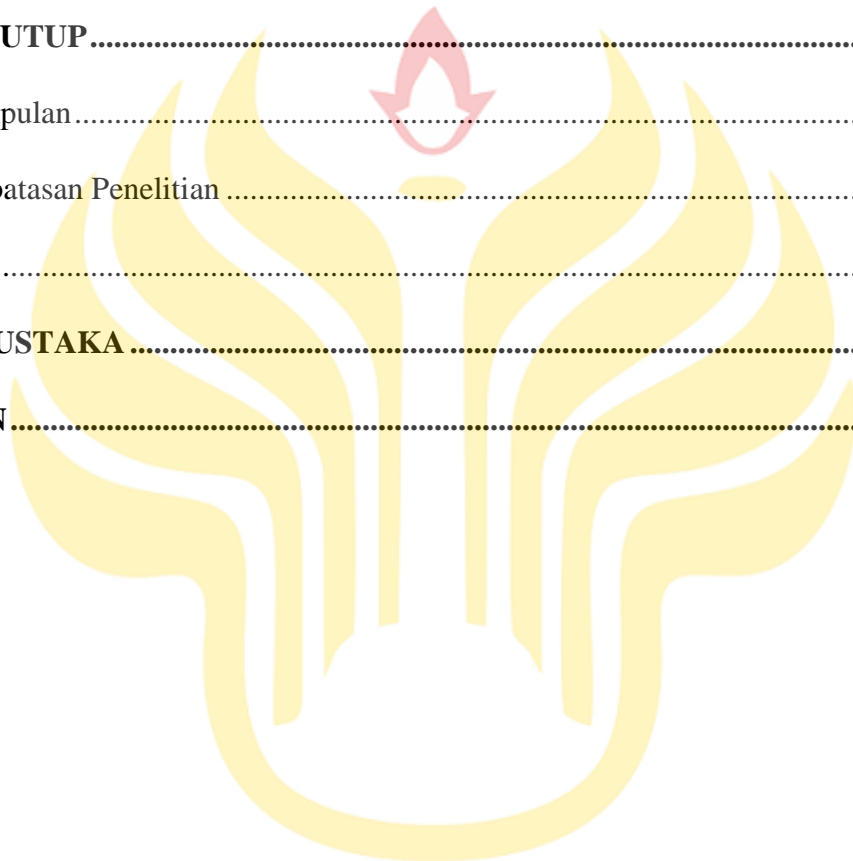
DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN.....	iii
PERNYATAAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
PRAKATA.....	vi
SARI.....	viii
ABSTRAK	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	13
1.3 Cakupan Masalah	13
1.4 Perumusan Masalah.....	13
1.5 Tujuan Penelitian.....	14
1.6 Kegunaan Penelitian.....	14
1.7 Orisinalitas Penelitian.....	15

BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN	16
2.1 Kajian Teori Utama (Grand Theory).....	16
2.1.1 Agency Theory.....	16
2.1.2 Pecking Order Theory.....	19
2.1.3 Teori Persinyalan (Signalling Theory).....	22
2.2 Kajian Variabel Penelitian.....	24
2.2.1 Investasi	24
2.2.2 Pengukuran Investasi	28
2.2.3 Laporan Keuangan.....	28
2.2.4 Laporan Arus Kas	30
2.2.5 Pengukuran Laporan Arus Kas	32
2.2.6 <i>Corporate Social Responsibility (CSR)</i>	33
2.2.7 Pengukuran CSR.....	41
2.2.8 Biaya Agensi (<i>Agency Costs</i>)	42
2.2.9 Pengukuran Biaya Agensi.....	46
2.3 Penelitian Terdahulu.....	47
2.4 Kerangka Berpikir dan Pengembangan Hipotesis	49
2.4.1 Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi	54
2.4.2 Peran CSR dalam Memoderasi Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi.....	56
2.4.3 Pengaruh Biaya Agensi dalam Memoderasi Efek Moderat CSR.....	57
BAB III METODE PENELITIAN	60
3.1 Jenis dan Desain Penelitian	60
3.2 Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel	60
3.3 Variabel Penelitian	62

3.3.1 Investasi.....	62
3.3.2 Arus Kas	63
3.3.3 <i>Corporate Social Responsibility (CSR)</i>	65
3.3.4 Biaya Agensi.....	65
3.4 Teknik Pengumpulan Data	67
3.5 Teknik Analisis Data	67
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	68
3.5.2 Analisis Statistik Inferensial	69
3.5.2.1 Uji Normalitas	70
3.5.2.2 Uji Autokorelasi	70
3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas	71
3.5.2.4 Uji Multikolinieritas	71
3.5.2.5 Analisis Regresi Sederhana	72
3.5.2.6 Analisis Regresi dengan Variabel Moderator Mediator	72
3.5.3 Kriteria Penerimaan dan Penolakan Hipotesis	73
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	75
4.1 Hasil Penelitian.....	75
4.1.1 Statistik Deskriptif.....	75
4.1.2 Statistik Inferensial	78
4.1.2.1 Uji Normalitas	79
4.1.2.2 Uji Autokorelasi	81
4.1.2.3 Uji Heteroskedastisitas	83
4.1.2.4 Uji Multikolonieritas	84
4.1.2.5 Analisis Regresi Sederhana	85

4.1.2.6 Analisis Regresi dengan Variabel Moderator Mediator	87
4.2 Pembahasan	90
4.2.1 Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi	90
4.2.2 Peran CSR dalam Memoderasi Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi.....	93
4.2.3 Pengaruh Biaya Agensi dalam Memediasi Efek Moderat CSR	96
BAB V PENUTUP	100
5.1 Kesimpulan.....	100
5.2 Keterbatasan Penelitian	101
5.3 Saran	101
DAFTAR PUSTAKA	102
LAMPIRAN	107



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dunia bisnis khususnya kegiatan pasar modal dalam era globalisasi telah mengalami perkembangan yang pesat dalam memobilisasi dana dari perusahaan maupun masyarakat yang ingin berinvestasi di pasar modal (Janalis, 2015). Adanya pasar modal dalam kegiatan bisnis ini mempermudah perusahaan untuk berinteraksi dengan para investor sehingga dapat dijadikan sebagai alternatif dalam memenuhi kebutuhan dana.

Pergerakan pasar modal mencerminkan kondisi ekonomi sebuah negara dan pergerakan pasar modal dicerminkan oleh perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi (Masrurun dan Yanto, 2015). Di pasar yang tidak sempurna, keputusan investasi perusahaan bergantung pada situasi keuangannya (Samet dan Jarboui, 2017). Jadi keputusan investasi perusahaan tidak bisa dilakukan secara sembarangan dan perusahaan harus melihat bagaimana kondisi keuangan perusahaan mencukupi atau tidak. Kesalahan dalam membuat keputusan akan membuat perusahaan dalam kondisi yang tidak menguntungkan. Salah satu faktor penting dalam mempertahankan eksistensi perusahaan adalah bagaimana kemampuan manajer dalam mengambil keputusan terutama keputusan investasi (Komariah, dkk). Jika kondisi keuangan perusahaan tidak berlebihan maka sebaiknya pembiayaan internal lebih diutamakan daripada pembiayaan eksternal. Investasi optimal adalah

salah satu tugas paling penting dari manajer puncak suatu organisasi. Kurangnya investasi yang benar membebankan banyak biaya pada perusahaan. Jika perusahaan menginvestasikan sejumlah besar uang tunai, pengeluarannya juga meningkat dan ini menyebabkan kerugian yang cukup besar atau kebangkrutan di bawah kondisi ekonomi yang tidak cocok (Shamsuddini, 2017).

Menurut Haming dan Basamalah (2010) investasi merupakan pengeluaran pada saat sekarang untuk membeli aktiva riil (tanah, rumah, mobil dan sebagainya) atau aktiva keuangan dengan tujuan untuk mendapatkan penghasilan yang lebih besar di masa yang akan datang, selanjutnya dikatakan investasi adalah aktivitas yang berkaitan dengan usaha penarikan sumber-sumber (dana) yang dipakai untuk mengadakan barang modal pada saat sekarang, dengan barang modal itu akan dihasilkan aliran produk baru di masa yang akan datang dan investasi jangka panjang adalah komitmen untuk mengeluarkan dana sejumlah tertentu pada saat sekarang untuk memungkinkan perusahaan menerima manfaat di waktu yang akan datang. **Investasi** adalah komitmen atas jumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin,2010). Pengertian investasi dari para ahli tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan kegiatan menanamkan modal dengan cara membeli aktiva atau membeli sesuatu yang dianggap akan memberikan nilai tambah dengan harapan akan mendapatkan keuntungan di masa depan.

Bagi perusahaan, keberadaan pasar modal akan menambah pilihan dalam memenuhi kebutuhan dana khususnya dana dalam jangka panjang, sehingga keputusan perusahaan dalam pembelanjaan semakin bervariasi dan struktur modal perusahaan menjadi lebih optimal (Janalis, 2015). Ketika kebutuhan dana terpenuhi maka perusahaan dapat melakukan pembiayaan eksternal. Perusahaan dapat mengambil keputusan investasi yang tepat dan menguntungkan sehingga para investor tidak lagi khawatir tentang kondisi keuangan di perusahaan. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi tinggi membutuhkan dana eksternal yang besar untuk melakukan ekspansi (Rahayuningsih, 2013). Jika peserta pasar modal menghadapi ketidakpastian prospek masa depan perusahaan, biaya modal eksternal seringkali melebihi biaya pembiayaan internal (Samet dan Jarboui, 2017). Investor bersedia untuk menginvestasikan dana yang mereka miliki jika mereka akan mendapatkan *return* yang tinggi atas investasi. Hal ini karena *return* yang tinggi mencerminkan kinerja perusahaan yang baik. Mereka percaya bahwa sebuah perusahaan berkinerja baik mampu mencapai keuntungan maksimal dan memiliki prospek ke depan (Hanifah dan Khafid, 2016). Artinya, tingkat pengembalian yang tinggi merupakan salah satu ukuran keberhasilan perusahaan memperoleh keuntungan dalam jangka panjang. Imbal balik yang diperoleh oleh investor sangat penting karena menentukan keberlanjutan perusahaan. Jika perusahaan tidak mampu mempertahankan kinerja yang baik dan kondisi keuangan menjadi tidak stabil kemungkinan besar investor akan

mencabut investasinya. Hal ini akan membuat perusahaan mengalami kesulitan dalam melakukan pembiayaan.

Pasar modal merupakan media yang sangat efektif untuk dapat menyalurkan dan menginvestasikan dana yang berdampak produktif dan menguntungkan investor (Fistyarini dan Kusmuriyanto, 2015). Pasar modal memiliki peranan penting dalam kegiatan ekonomi. Di banyak negara, terutama negara-negara yang menganut sistem ekonomi pasar, pasar modal telah menjadi salah satu sumber kemajuan ekonomi. Sebab, pasar modal dapat menjadi sumber dana alternatif bagi perusahaan-perusahaan (Widoatmojo, 1996). Menurut Tandelilin (2010) pengertian pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Dengan demikian, pasar modal dapat diartikan sebagai pasar yang memperjualbelikan sekuritas yang memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi. Sedangkan tempat terjadinya jual beli sekuritas disebut bursa efek. Salah satunya yaitu di Indonesia memiliki satu bursa efek yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk saat ini sudah banyak sekali perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Salah satu nya yaitu industri manufaktur.

Industri manufaktur merupakan industri yang mendominasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Janalis, 2015). Artinya, industri manufaktur merupakan industri yang kegiatan operasional nya sebagian besar mengandalkan modal dari investor. Oleh karena itu, industri manufaktur harus dapat menjaga likuiditasnya agar para investor tidak mencabut

investasinya. Mengingat kegiatan dari perusahaan manufaktur yang tidak murah dan besarnya pengaruh apabila terjadi kesulitan keuangan, maka untuk mengatasinya dengan cara melakukan investasi.

Hingga kini, manufaktur masih menjadi sektor penyumbang investasi terbesar di Indonesia, dengan kontribusi 55% pada 2016. Berdasarkan data Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM), penanaman modal asing (PMA) di industri manufaktur naik dari US\$ 11,8 miliar menjadi US\$ 16,7 miliar, sedangkan penanaman modal dalam negeri (PMDN) dari Rp 89 triliun menjadi Rp 106,8 triliun (KH dan Syukra,2017).

Banyaknya perusahaan manufaktur dengan kondisi perekonomian saat ini memicu adanya persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur (Simanjuntak dan Kiswanto, 2015). Persaingan itu dilakukan untuk menarik para investor agar mau berinvestasi di perusahaannya, dengan cara meningkatkan kinerjanya dan menjaga kesehatan keuangannya. Ketika kinerja perusahaan bagus dan likuiditasnya baik maka dengan sendirinya hal tersebut akan menarik minat investor untuk berinvestasi di perusahaan mereka. Pengamat Ekonomi Faisal Basri mengatakan, pengembangan industri manufaktur merupakan solusi untuk menyelesaikan persoalan ekonomi di Indonesia. Sebab, majunya industri manufaktur akan berdampak luas mulai dari perdagangan, penyerapan tenaga kerja, perpajakan hingga pertanian (Deny,2017).

Melihat kenyataan bahwa investasi di industri manufaktur itu sangat baik maka harapannya hal itu akan terus meningkatkan perekonomian Indonesia. Namun tetap saja tidak dapat dipungkiri bahwa masih terdapat beberapa masalah yang terkait dengan investasi. Industri manufaktur di Indonesia kini "dikeroyok" masalah hampir dari segala penjuru. Industri padat karya dalam negeri ini seperti tergecet oleh ketidakberpihakan regulasi, terbelit masalah permodalan, infrastruktur, dan tentu saja persoalan ketenagakerjaan atau buruh. Sementara dari faktor eksternal, krisis finansial di Eropa dan Amerika Serikat nyata-nyata telah memukul kinerja ekspor produk manufaktur, dan di saat yang sama juga menghambat produksi lantaran mayoritas bahan baku dan bahan penolong masih tergantung dengan produk impor. Hal ini tentu saja merujuk pada begitu banyak persoalan yang membelit industri manufaktur menyusul aksi sweeping yang marak dilakukan buruh belakangan ini. Kepala Pusat Pengkajian Kebijakan Iklim dan Mutu Industri Kemenperin Harris Munandar di Jakarta, akhir pekan lalu, mengatakan pemerintah menurunkan target pertumbuhan industri pada ketiga sektor yaitu industri tekstil, barang kulit dan alas kaki. Ketua Asosiasi Persepatuan Indonesia (Aprisindo) Edi Wijanarko, mengatakan selain faktor krisis Eropa dan hambatan regulasi, konflik perburuhan juga turut mengganggu kegiatan produksi. Ketua Dewan Penasihat Aprisindo, Anton J. Supit menegaskan, akibat tindakan aksi buruh yang melakukan sweeping serikat pekerja, pihaknya menilai target ekspor sepatu yang ditargetkan bisa mencapai US\$ 5 miliar akan sulit tercapai, terlebih sebagian produsen di Indonesia berencana merelokasi

pabriknya ke negara lain atau menghentikan operasionalnya. Anton menjelaskan bahwa penurunan produksi pada industri alas kaki membuat kinerja ekspor semakin menurun (Harian Neraca Ekonomi, 2018). Hal ini didukung dengan data perkembangan realisasi investasi PMA berdasarkan LKPM yang diambil dari situs resmi BKPM bahwa nilai investasi di ketiga sektor tersebut pada tahun 2012 mengalami penurunan. Tahun 2011 nilai investasi di sektor industri tekstil sebesar 497,3 US\$ turun menjadi 473,1 US\$ di tahun 2012, sedangkan nilai investasi di sektor barang kulit dan alas kaki yang semula di tahun 2011 sebesar 255,0 US\$ turun menjadi 158,9 US\$ di tahun 2012.

Pesatnya perkembangan industri di Indonesia, menjadikan setiap pelaku industri terus berupaya mengembangkan perusahaannya, tidak terkecuali bagi industri manufaktur yang *go publik* di Indonesia. Salah satu cara yang ditempuh adalah meningkatkan pembiayaan baik dari internal maupun eksternal perusahaan. Perusahaan yang *go publik* umumnya memiliki pengelolaan pembiayaan internal yang kuat (Ifada dan Kusumadewi, 2014). Masalah paling pokok yang dihadapi perusahaan yang bergerak di bidang apapun termasuk pada industri manufaktur adalah tentang kebutuhan dana. Salah satu yang mendukung ketersediaan dana atau modal yaitu dengan adanya kas sebagai sumber dana internal perusahaan. Perusahaan yang mengelola sumber dana dalam hal ini kas sebaik-baiknya menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik (Janalis, 2015).

Namun agar arus kas perusahaan tetap berjalan baik, maka pembiayaan eksternal dapat menjadi alternatif pengembangan perusahaan. Pembiayaan eksternal perusahaan dilakukan melalui penjualan saham perusahaan kepada calon investor di pasar modal (Ifada dan Kusumadewi, 2014). Jadi, antara pembiayaan internal dan eksternal harus seimbang agar kinerja perusahaan tetap berjalan dengan baik. Menurut teori investasi neoklasik, investasi perusahaan hanya ditentukan oleh fundamental ekonomi, dan tidak terpengaruh oleh variabel keuangan seperti arus kas. Tetapi di hadapan friksi keuangan karena informasi yang tidak sempurna antara peminjam dan pemberi pinjaman, variabel keuangan dapat memiliki efek pada investasi (Melander, 2009). Perusahaan yang sangat bergantung pada sumber dana internal untuk membiayai investasi baru mereka mungkin menemukan bahwa investasi sangat berkorelasi dengan laba dan ini dapat memperburuk siklus bisnis (Matthias dan Abraham, 2001). Selain laba, arus kas (*cash flow*) juga merupakan sumber dana internal. Aliran kas ini baik yang merupakan penerimaan atau pengeluaran kas diperoleh melalui tiga jenis kegiatan, yakni: arus kas dari kegiatan operasi, arus kas dari aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan. Arus kas dari kegiatan operasi menjadi perhatian penting karena dalam jangka panjang perusahaan harus menghasilkan arus kas yang positif sebagai ukuran likuiditas perusahaan, dengan aliran kas positif (surplus) maka akan meningkatkan ketersediaan dana untuk aktivitas investasi seperti membeli aktiva, biaya pemeliharaan/ pengembangan, dan untuk aktivitas pendanaan seperti pelunasan pinjaman, pembayaran kas kepada pemegang saham, dan sebagainya (Benardi, 2010).

Perkembangan dunia perekonomian yang global, laporan keuangan yang dibuat oleh perusahaan disajikan sebagai informasi yang menyangkut posisi keuangan perusahaan, laporan kinerja, perubahan posisi keuangan dan laporan aliran kas yang bermanfaat bagi para pemakainya, khususnya para kreditur ataupun investor dalam pengambilan keputusan ekonomi. Keputusan-keputusan ekonomi yang akan diambil oleh para pemakai laporan keuangan, tentu saja membutuhkan evaluasi terlebih dulu atas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, serta kepastian dari keputusan yang diambil. Para pemakai laporan keuangan dapat mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dengan lebih baik kalau mereka mendapatkan informasi yang difokuskan pada posisi keuangan, *earnings*, perubahan posisi keuangan dan laporan arus kas perusahaan. (Atmawati, 2013). Perusahaan di dalam nya ada manajemen dan pemegang saham. Manajemen sebagai agen yang bertanggungjawab terhadap pemegang saham untuk mensejahterakannya. Pendelegasian wewenang pun diserahkan kepada manajemen dalam membuat keputusan ekonomi. Perusahaan akan melakukan pengembangan atau berinvestasi sebagai bentuk keberlanjutan usahanya agar memperoleh keuntungan di masa depan. Hal ini tentu saja melibatkan pemilik saham dalam menentukannya dan perlu dilakukan evaluasi terlebih dahulu atas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas karena dengan arus kas yang cukup baik mencerminkan tingkat likuiditas perusahaan.

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam keuangan perusahaan karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan

kemakmuran pemegang saham yang dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Bila dalam berinvestasi perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, maka perusahaan akan memperoleh kepercayaan dari calon investor untuk membeli sahamnya (Hidayat, 2010).

Keputusan investasi perusahaan tergantung bagaimana situasi keuangannya. Arus kas sebagai dana internal perusahaan dan investasi sebagai pembiayaan eksternal perusahaan. Laporan arus kas adalah sebuah laporan keuangan dasar yang melaporkan kas yang diterima, kas yang dibayarkan, dan perubahannya, dari kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan dari bisnis selama satu periode dalam sebuah format yang menyatakan saldo kas awal dan akhir. Laporan ini menyediakan informasi yang berguna mengenai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari operasi, mempertahankan dan memperluas kapasitas operasinya, memenuhi kewajiban keuangannya dan membayar dividen (Janalis, 2015). Kas yang dimiliki bisa dikatakan sebagai “jantungnya” perusahaan karena seluruh kegiatan operasionalnya bergantung pada jumlah arus kas yang tersedia termasuk dalam kegiatan pengembangan bisnis seperti investasi dengan pembelian barang modal untuk mendapatkan keuntungan di masa depan. Jika ketersediaan dana internalnya cukup baik maka hubungan antara investasi dan arus kas positif.

Hubungan antara manajemen dan pemegang saham bisa saja terjadi konflik karena adanya pemisahan tugas dan manajemen sebagai pihak yang memiliki informasi lebih banyak akan cenderung bertindak untuk memaksimalkan keuntungan pribadi dan melupakan tugasnya untuk mensejahterakan pemegang saham. Konflik yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham ini disebabkan oleh adanya asimetri informasi sehingga memicu timbulnya biaya agensi. Biaya agensi timbul karena perbedaan kontrol, pemisahan kepemilikan dan tujuan yang berbeda. Menurut Jensen (1986), ketika fungsi tujuan manajemen tidak mencerminkan kepentingan pemegang saham, inefisiensi investasi dapat terjadi karena konflik keagenan antara pemilik dan pemegang saham. Oleh karena itu dibutuhkan sesuatu untuk mengurangi konflik tersebut dan dalam penelitian ini menggunakan variabel CSR sebagai moderasi hubungan antara pengeluaran investasi dan dana internal perusahaan. Samet dan Jarboui (2017) berpendapat bahwa kinerja CSR dapat membantu perusahaan mengatasi masalah keagenan. Akses modal yang lebih baik didorong oleh penurunan biaya agen. Ketika perusahaan melakukan kegiatan CSR akan secara otomatis meningkatkan citra dan nilai perusahaan, sehingga pemegang saham merasa bahwa manajemen telah bertindak sesuai keinginannya dan pemegang saham tidak perlu melakukan pengawasan secara sembunyi untuk mengontrol kinerja manajemen, maka dari itu biaya agensi akan berkurang.

Beberapa penelitian mengenai pengaruh arus kas terhadap investasi telah dilakukan sebelumnya dan hasilnya berbeda-beda. Diantaranya Rawanda

Janalis (2015), Ola Melander (2009), Rudy Matthias dan Allisha Abraham (2011) menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap investasi. Sedangkan Jemmi Benardi K. (2010) , Dyah Putri Atmawati (2014) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu arus kas tidak berpengaruh terhadap investasi. (Samet dan Jarboui, 2017) berpendapat bahwa CSR menurunkan sensitivitas investasi terhadap dana internal : biaya agensi dari arus kas bebas memediasi efek negatif CSR yang negatif terhadap sensitivitas arus kas investasi. Shamsuddini (2017) menunjukkan hasil bahwa perusahaan dengan biaya agensi tinggi dari arus kas bebas, sensitivitas investasi terhadap arus kas lebih tinggi, juga CSR memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap hubungan antara biaya agensi arus kas bebas dan sensitivitas investasi terhadap arus kas.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah arus kas. Alasannya arus kas merupakan bagian dari laporan keuangan yang dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan dalam menentukan investasi perusahaan yang digunakan sebagai variabel dependen. Penelitian ini juga melibatkan CSR sebagai variabel moderating yang diduga dapat menurunkan sensitivitas arus kas investasi. Selain CSR penelitian ini juga menggunakan biaya agensi sebagai perantara dari efek moderat CSR.

Berdasarkan *fenomena gap* dan *research gap* hasil penelitian diatas, maka diajukan penelitian yang berjudul **“Pengaruh Arus Kas dimoderasi CSR dan dimediasi Biaya Agensi terhadap Investasi (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2015-2016)”**.

1.2 Identifikasi Masalah

Identifikasi masalah berdasarkan pada latar belakang yang telah diuraikan adalah sebagai berikut :

1. Investasi di perusahaan manufaktur khususnya alas kaki akan terhenti karena tidak adanya jaminan keamanan dari pemerintah.
2. Masih terdapat hasil yang tidak konsisten.
3. Penelitian dengan menggunakan variabel moderating dan intervening sekaligus masih terbilang sedikit di Indonesia.

1.3 Cakupan Masalah

Cakupan masalah dalam penelitian ini berdasarkan pada latar belakang dan identifikasi masalah perlu diadakannya penelitian mengenai pengaruh arus kas dalam memprediksi investasi pada perusahaan manufaktur yang dimoderasi CSR dan dimediasi biaya agensi.

1.4 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh arus kas terhadap investasi?
2. Apakah pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dapat memoderasi hubungan arus kas terhadap investasi ?
3. Bagaimana pengaruh biaya agensi memediasi efek moderat CSR ?

1.5 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian yang dilakukan oleh penulis adalah sebagai berikut :

1. Mengetahui pengaruh arus kas terhadap investasi
2. Mengetahui peran CSR dalam memoderatori pengaruh arus kas terhadap investasi
3. Mengetahui peran mediasi biaya agensi dalam efek moderat CSR

1.6 Kegunaan Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Bagi perkembangan pengetahuan akuntansi dapat memberikan kontribusi dalam penelitian sejenis atau dapat dijadikan sebagai referensi.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Manajemen

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi pihak manajemen sebagai bahan pertimbangan dalam meningkatkan kinerja perusahaan untuk menjaga kesehatan keuangan perusahaan agar seimbang antara pembiayaan internal dan pembiayaan eksternal.

b. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan memberikan pengetahuan dan gambaran mengenai kemampuan perusahaan dalam menjaga kesehatan keuangannya dan menilai kinerja perusahaan serta untuk dijadikan bahan pertimbangan prospek masa depan sebelum melakukan investasi.

c. Bagi Masyarakat Umum

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan untuk menilai tingkat kinerja keuangan perusahaan.

1.7 Orisinalitas Penelitian

Pengujian menggunakan variabel moderating dan variabel intervening dalam satu model belum ada di Indonesia namun model penelitian tersebut sudah dibangun terlebih dahulu sebelumnya dalam penelitian yang dilakukan oleh Marwa Samet dan Anis Jarboui tahun 2017 di negara Tunisia. Penelitian ini hanya mengadopsi penelitian sebelumnya dengan menambahkan satu hipotesis dan adanya perbedaan yang lain seperti objek penelitian yang digunakan berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Marwa Samet dan Anis Jarboui menggunakan objek penelitian lintas sektor dan lintas negara, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian. Perbedaan lain yaitu terletak pada periode pengamatannya. Penelitian yang sebelumnya menggunakan periode dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2014, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan periode tahun 2011 sampai dengan 2016. Kesimpulan orisinalitas penelitian ini adalah penelitian ini dilakukan di Indonesia, mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2016.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

2.1.1 *Agency Theory*

Jensen dan Meckling (1976) pertama kali mencetuskan teori keagenan dan menjelaskan hubungan keagenan sebagai “hubungan agen sebagai kontrak di mana satu atau lebih orang (prinsipal) melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa layanan atas nama mereka yang melibatkan mendelegasikan beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada agen”. Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Karena mereka dipilih, maka pihak manajemen harus mempertanggungjawabkan semua pekerjaannya kepada pemegang saham.

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan nilai perusahaan, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal.

Hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka dengan informasi asimetri yang dimilikinya akan mendorong agen untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui prinsipal. Kondisi yang asimetri tersebut, agen dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba. Adanya pemisahan fungsi antara pemilik dan pengelola tersebut memicu timbulnya masalah agen. Adapun penyebab timbulnya masalah agensi adalah sebagai berikut :

Pertama, adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Dengan demikian, maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Demi terciptanya keberlanjutan usaha (*sustainability development*), *principal* mengharapkan supaya *agent* dapat bertanggungjawab atas dampak dari aktivitas yang telah dilakukan oleh perusahaan. Oleh sebab itu, *principal* mengharapkan adanya kegiatan *CSR* sebagai salah satu bukti tanggungjawab tersebut. Bagi perusahaan, *CSR* merupakan rugi karena *cost* yang dikeluarkan sebagai *CSR* sangat susah diasosiasikan dengan pendapatan, sedangkan bagi *principal* *CSR* dianggap

sebuah investasi demi terciptanya keberlangsungan usaha perusahaan dimasa yang akan datang. *Kedua*, adalah pembagian resiko yang timbul pada saat *principal* dan *agent* memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko. Hal ini berkaitan dengan keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun sebaliknya, manajer lebih peduli pada resiko perusahaan secara keseluruhan (Falichin, 2011).

Tujuan dari teori agensi adalah, pertama, untuk meningkatkan kemampuan individu (baik *principal* maupun *agen*) dalam mengevaluasi lingkungan dimana keputusan harus diambil (*the beliefs revision role*). Kedua, untuk mengevaluasi hasil dari keputusan yang telah diambil guna mempermudah pengalokasian hasil antara *principal* dan *agen* sesuai dengan kontrak kerja (*the performance evaluation role*) (Hadianto, 2013) Oleh karena itu, hubungan antara *principal* dengan *agen* harus terjalin dengan baik agar tidak ada terjadi konflik.

Teori agensi mempunyai kepentingan dalam pengambilan keputusan yang dilakukan oleh *agen* tentang keberlangsungan perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Laporan keuangan dapat mencerminkan kondisi perusahaan apakah keuangan perusahaan sedang dalam kondisi yang baik atau tidak karena *agen* bertanggungjawab atas kesejahteraan *principal* selaku pemegang saham. Jadi, keputusan apapun yang akan diambil pun harus sesuai dengan kesepakatan bersama antara *principal* dan

agen. Diperlukan pula adanya suatu pengendalian yang dapat mensejajarkan kepentingan antara kedua pihak agar tidak terjadi konflik.

Agency Theory dalam penelitian ini digunakan untuk menjelaskan variabel biaya agensi. Perusahaan di dalamnya ada manajemen sebagai agen dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajemen diberi wewenang untuk mengambil keputusan dan bertanggungjawab atas kesejahteraan pemegang saham. Manajemen sebagai pihak yang bekerja secara otomatis memiliki informasi yang lebih detail daripada pemegang saham. Hal ini mengakibatkan manajemen bertindak sesuai keinginannya tanpa sepengetahuan pemegang saham. Perbedaan informasi ini disebut dengan asimetri informasi. Asimetri informasi ini memicu timbulnya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini yang akhirnya menimbulkan adanya biaya agensi. Biaya agensi merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mencapai titik temu atas perbedaan kepentingan antara *agen* dan *principal* (Hendro dan Wardhani,2016).

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Hipotesis *Pecking Order* diperkenalkan pertama kali oleh Donaldson (1961), Dia mengamati bahwa "Manajemen betul-betul menyukai generasi dalam sebagai sumber dari dana baru, bahkan hingga pengeluaran dari dana eksternal kecuali untuk tambahan secara berkal yang tidak dapat dihindarkan." Akan tetapi penamaan *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Myers (1984) dan menjelaskan bahwa sumber pendanaan dari dalam perusahaan lebih didahulukan daripada sumber pendanaan dari

luar perusahaan. Dalam hal perusahaan menggunakan pendanaan dari luar, pinjaman lebih diutamakan daripada pendanaan dengan tambahan modal dari pemegang saham baru.

Pecking Order Theory menggambarkan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Manajemen perusahaan diasumsikan sudah memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang-modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar dividen yang lebih besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit laba dan akan menghasilkan ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan eksternal. Sebaliknya dengan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan pembayaran dividen yang kecil akan berarti penahanan laba yang tinggi dengan lebih sedikit kebutuhan dana modal yang dihasilkan dari luar. Keputusan dividen perusahaan memiliki dampak yang langsung pada pendanaan perusahaan. Jika pembayaran dividen meningkat dan pendanaan untuk mendanai investasi secara internal berkurang, maka akan berakibat modal tambahan akan dibutuhkan sehingga perusahaan harus menerbitkan saham biasa atau mengubah komposisi utangnya.

Beberapa implikasi dari Myers (1984), terhadap perilaku pendanaan perusahaan didalam *pecking order theory*:

- Perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal (Laba Ditahan). Hal ini disebabkan penggunaan laba ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospektus saat menerbitkan obligasi dan saham baru);
- Perusahaan menyesuaikan target rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio/DPR) kepada peluang investasi, meskipun dividen kaku (*sticky*) dan target rasio pembayaran hanya menyesuaikan secara bertahap terhadap pergeseran peluang investasi yang menguntungkan;
- Kebijakan dividen yang kaku, ditambah dengan fluktuasi tingkat keuntungan dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, menunjukkan bahwa arus kas yang dihasilkan secara internal dapat lebih atau kurang dari pengeluaran investasi. Jika arus kas internal kurang, perusahaan pertama kali mengurangi jumlah kas atau portofolio sekuritasnya;
- Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan memulai dari hutang, kemudian *hybrid securities* seperti *convertible bonds*, kemudian ekuitas sebagai alternatif terakhir. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan calon investor tentang

kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang tidak baik.

Myers (1984) didalam *pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) diantara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada pemegang saham lama. Kedua permasalahan tersebut menyebabkan perusahaan memiliki hierarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, hutang, kemudian saham.

Pecking Order Theory dalam penelitian ini digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel arus kas dan investasi. *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa sumber pendanaan dari dalam perusahaan lebih diutamakan daripada sumber pendanaan dari luar perusahaan. Artinya, untuk membiayai semua kegiatan operasional perusahaan lebih diutamakan menggunakan kas sebagai sumber dananya karena arus kas mencerminkan tingkat likuiditas perusahaan dalam melunasi tanggung jawab keuangannya termasuk untuk melakukan kegiatan investasi dalam rangka menjaga keberlangsungan usahanya.

2.1.3 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal menjelaskan tentang dorongan perusahaan dalam memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal. Dorongan tersebut terjadi karena adanya asimetri informasi antara pihak

manajemen dan pihak eksternal. Asimetri informasi ini disebabkan oleh perusahaan yang mengetahui lebih banyak informasi mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor, kreditor). Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan, menyebabkan mereka memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Untuk mengurangi asimetri informasi maka perusahaan harus mengungkapkan informasi yang dimiliki perusahaan, baik informasi keuangan maupun non keuangan. Salah satu informasi yang wajib untuk diungkapkan oleh perusahaan adalah informasi tentang pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan atau *corporate social responsibility*. Informasi ini dapat dimuat dalam laporan tahunan perusahaan atau laporan sosial perusahaan terpisah. Perusahaan melakukan pengungkapan *corporate social responsibility* dengan harapan dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan dimasa yang akan datang (Anggitasari, 2012).

Menurut Akrelof (1970) teori *signalling* menjelaskan bagaimana perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Teori ini membahas permasalahan informasi asimetri antara pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi bisnis yang mengarah pada hal yang merugikan. Pencegahan yang dilakukan, perusahaan dapat memberikan sinyal positif pada aspek informasi. Teori ini juga menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajemen untuk mengurangi adanya asimetri informasi.

Teori Sinyal dalam penelitian ini digunakan untuk menjelaskan variabel CSR. Perusahaan yang sehat akan cenderung melakukan

pengungkapan secara keseluruhan laporan keuangan termasuk CSR yang merupakan bagian dari laporan tahunan perusahaan. *Signalling theory* dalam penelitian ini menekankan pentingnya pengungkapan informasi *Corporate Social Responsibility* (CSR) dengan harapan dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

2.2 Kajian Variabel Penelitian

2.2.1 Investasi

Investasi sebagai komitmen menanamkan sejumlah dana pada satu atau lebih aset selama beberapa periode pada masa mendatang. Dana yang diinvestasikan di pasar modal adalah “dana lebih”, bukan dana yang akan digunakan untuk keperluan sehari-hari dan juga bukan dana yang digunakan sebagai dana cadangan atau dana untuk keperluan darurat. Tujuan dari investasi haruslah jelas, dari apa saja tujuan melakukan investasi di pasar modal, membuat skala prioritas manakah yang paling penting, tingkat toleransi terhadap risiko dan jangka waktu investasi (Anjani, 2012).

Investasi sangat penting artinya baik di negara yang sedang membangun maupun di negara yang sudah maju, karena investasi sebagai alat untuk memperbanyak keluaran barang dan jasa di masa yang akan datang dan pada saat yang sama akan memperluas kesempatan kerja. Suatu perusahaan harus membuat suatu keputusan yang baik sebelum melakukan investasi. Keputusan itu antara lain memutuskan untuk membeli mesin baru yang menghemat tenaga kerja atau tetap melaksanakan operasi yang ada secara manual, memutuskan untuk mengganti mesin-mesin yang ada

dengan mesin yang baru yang lebih efisien, memutuskan untuk memasuki suatu pasar dengan mengembangkan produk-produk yang baru, atau membeli perusahaan yang telah menguasai pasar tersebut, atau membeli sebagian perusahaan lain melalui pasar modal. Perusahaan harus menanamkan modal dan mengolahnya sehingga dapat menghasilkan laba (Saragih, 2008).

Menurut Haming dan Basamalah (2010) investasi merupakan pengeluaran pada saat sekarang untuk membeli aktiva riil (tanah, rumah, mobil dan sebagainya) atau aktiva keuangan dengan tujuan untuk mendapatkan penghasilan yang lebih besar di masa yang akan datang, selanjutnya dikatakan investasi adalah aktivitas yang berkaitan dengan usaha penarikan sumber-sumber (dana) yang dipakai untuk mengadakan barang modal pada saat sekarang, dengan barang modal itu akan dihasilkan aliran produk baru di masa yang akan datang dan investasi jangka panjang adalah komitmen untuk mengeluarkan dana sejumlah tertentu pada saat sekarang untuk memungkinkan perusahaan menerima manfaat di waktu yang akan datang.

Penerapan konsep nilai waktu uang sangat diperlukan dalam investasi. Investor lebih menyukai investasi yang akan memberikan laba lebih awal dibandingkan dengan investasi yang laba diperoleh kemudian, misalnya bila kita menerima uang sejumlah lima juta rupiah pada masa sekarang lebih berharga bila dibandingkan dengan lima juta kita terima pada dua tahun yang akan datang. Tujuan investasi yang dilakukan adalah untuk

menghasilkan sejumlah keuntungan dimana jika investasinya dalam bentuk saham maka keuntungan yang diterima dalam bentuk *capital gain* atau deviden dan jika investasinya dalam bentuk obligasi maka keuntungan yang diterima dalam bentuk pendapatan bunga (Saragih,2008).

A. Penggolongan Investasi

Saragih (2008) menyatakan investor dapat melakukan investasi pada berbagai jenis aset baik aset riil maupun aset finansial. Beberapa penggolongan investasi antara lain :

a. Investasi Jangka Panjang

Investasi jangka panjang adalah investasi dalam bentuk saham, obligasi, tanah, dan bentuk lain yang dimiliki investor dalam jangka waktu lebih dari satu tahun.

Investasi jangka panjang itu sendiri terdiri dari investasi dalam sekuritas, seperti obligasi, saham biasa, atau wesel jangka panjang. Investasi dalam harta tetap berwujud yang saat ini digunakan dalam spekulasi seperti tanah yang ditahan untuk spekulasi. Investasi yang disisihkan untuk dana khusus, seperti dana pelunasan, dana pensiun atau dana yang digunakan untuk perluasan pabrik, dan nilai penyerahan kas dari asuransi jiwa.

Investasi dalam anak perusahaan yang tidak dikonsolidasi.

b. Investasi Jangka Pendek

Investasi jangka pendek adalah investasi dalam bentuk surat-surat berharga yang dimiliki investor dalam jangka waktu yang relatif pendek. Pengaturan investasi yang efektif perlu memperhatikan faktor-faktor berikut :

- Adanya usulan-usulan investasi.
- Estimasi arus kas dari usul-usul investasi tersebut.
- Evaluasi arus kas tersebut.
- Memilih proyek-proyek yang sesuai dengan kriteria tertentu.
- Monitoring dan penilaian terus menerus terhadap proyek investasi setelah investasi dilaksanakan.

B. Macam – macam Bentuk Investasi

Menurut (Safitri, 2016), beberapa macam bentuk investasi antara lain :

1. Investasi pada asset riil (*real assets*) misalnya : tanah, emas, mesin, bangunan dan lain-lain.
2. Investasi pada asset finansial (*financial assets*) :
 - Investasi di pasar uang : deposito, sertifikat BI dan lain-lain
 - Investasi di pasar modal : saham, obligasi, opsi, warant dan lain-lain

Sumber dana untuk investasi :

1. Asset yang dimiliki saat ini.
2. Pinjaman dari pihak lain.
3. Tabungan.

2.2.2 Pengukuran Investasi

Menurut Saragih (2008) investasi merupakan selisih total aktiva tahun berjalan dengan total aktiva tahun sebelumnya yang kemudian dibagi dengan total aktiva tahun sebelumnya. Rumus yang digunakan sebagai berikut :

$$\text{Investasi} = \frac{\text{TA}_t - \text{TA}_{t-1}}{\text{TA}_{t-1}}$$

Keterangan :

TA_t = Total aktiva tahun berjalan

TA_{t-1} = Total aktiva tahun sebelumnya

2.2.3 Laporan Keuangan

Laporan keuangan yang dihasilkan oleh pihak manajemen perusahaan merupakan hasil akhir dari proses kegiatan akuntansi. Laporan keuangan dibuat untuk mempertanggungjawabkan kegiatan perusahaan terhadap pemegang saham dan memberikan informasi mengenai posisi keuangan perusahaan. Laporan keuangan merupakan suatu informasi yang menggambarkan kondisi keuangan dan informasi yang ada pada laporan keuangan dapat dijadikan sebagai tolok ukur dalam menilai kinerja perusahaan.

A. Jenis-jenis Laporan Keuangan

Laporan keuangan yang dihasilkan perusahaan terdiri dari :

1. Neraca

Neraca adalah laporan yang sistematis tentang aktiva, hutang, dan modal dari suatu perusahaan pada saat tertentu yang menunjukkan posisi keuangan. Posisi keuangan ini ditunjukkan dengan jumlah harta yang disebut aktiva dan jumlah kewajiban perusahaan disebut pasiva. Oleh karena itu, dapat dilihat dalam neraca bahwa jumlah aktiva sama dengan jumlah pasiva.

2. Laporan Laba Rugi

Laporan laba rugi adalah laporan aktivitas perusahaan untuk periode tertentu yang melaporkan hasil usaha bersih atau kerugian yang timbul dari kegiatan usaha dan aktivitas lainnya.

3. Laporan Perubahan Modal

Laporan perubahan modal adalah laporan yang menunjukkan perubahan modal perusahaan yang menggambarkan peningkatan atau penurunan aktiva bersih atau kekayaan selama periode pelaporan.

4. Laporan Arus Kas

Laporan arus kas adalah laporan yang menunjukkan penerimaan dan pengeluaran kas dalam aktivitas perusahaan selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan.

5. Catatan Atas Laporan Keuangan

Catatan atas laporan keuangan merupakan catatan yang disajikan secara detail mengenai laporan keuangan yang tidak ada dalam keempat laporan diatas.

2.2.4 Laporan Arus Kas

Laporan Arus Kas merupakan laporan yang menyajikan informasi mengenai penerimaan dan pengeluaran kas. Laporan arus kas adalah sebuah laporan keuangan dasar yang melaporkan kas yang diterima, kas yang dibayarkan, dan perubahannya, dari kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan dari bisnis selama satu periode dalam sebuah format yang menyatakan saldo kas awal dan akhir. Laporan ini menyediakan informasi yang berguna mengenai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari operasi, mempertahankan dan memperluas kapasitas operasinya, memenuhi kewajiban keuangannya dan membayar dividen. Arus kas mencerminkan penerimaan kas dan pengeluaran kas perusahaan (Janalis,2015). Salah satu laporan keuangan yang dibuat tersedia untuk investor adalah laporan arus kas. Laporan arus kas mengacu pada alat transfer data untuk menilai kemampuan untuk membayar utang, likuiditas dan fleksibilitas keuangan (Rostamlu).

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

Menurut PSAK 2009 Laporan arus kas melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Jadi, berdasarkan pengertian diatas maka dapat disimpulkan bahwa laporan arus kas (*cash flow*) adalah arus kas masuk dan arus kas keluar serta perubahannya yang mengalir terus menerus yang

mencerminkan dari mana kas tersebut diperoleh dan digunakan untuk apa saja demi keberlangsungan suatu perusahaan. Laporan arus kas ini berguna bagi manajer dalam mengevaluasi kegiatan operasi perusahaannya pada tahun sebelumnya serta dalam merencanakan aktivitas investasi serta pembiayaan di masa yang akan datang.

A. Komponen Arus Kas

a. Arus Kas dari aktivitas Operasi

Arus kas operasi meliputi arus kas yang timbul karena adanya pengiriman atau produksi barang untuk dijual dan penyediaan jasa, serta pengaruh transaksi dan peristiwa lainnya terhadap kas yang mempengaruhi pendapatan. Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar.

b. Arus Kas dari aktivitas Investasi

Aktivitas investasi adalah perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas .

c. Arus Kas dari aktivitas Pendanaan

Aktivitas pendanaan adalah aktivitas mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman perusahaan.

2.2.5 Pengukuran Arus Kas

Arus kas diklasifikasikan menjadi 3 yaitu arus kas dari aktivitas operasi, arus kas dari aktivitas investasi dan arus kas dari aktivitas pendanaan. Arus kas operasi diukur dengan persentase perubahan arus kas yang dihitung dari persentase perubahan arus kas aktivitas operasi sekarang (t) dikurangi kas yang diperoleh dari kegiatan operasional periode tahun sebelumnya (t-1) dibagi dengan kas yang diperoleh dari kegiatan operasional periode tahun sebelumnya (t-1) atau dihitung dengan rumus sebagai berikut (Yocelyn dan Christiawan 2012) :

$$AKO = \frac{AKO (t) - AKO (t-1)}{AKO (t-1)} \times 100\%$$

Keterangan :

AKO : Perubahan arus kas aktivitas operasi

AKO (t) : Arus kas operasi pada periode tersebut

AKO (t-1) : Arus kas operasi pada periode sebelumnya

Arus kas dari aktivitas investasi diukur dengan persentase perubahan arus kas yang dihitung dari persentase perubahan arus kas dari aktivitas investasi sekarang (t) dikurangi diperoleh dari kegiatan investasi periode tahun sebelumnya (t-1) dibagi dengan kas yang diperoleh dari kegiatan

investasi periode tahun sebelumnya (t-1) atau dihitung dengan rumus sebagai berikut (Yocelyn dan Christiawan 2012) :

$$AKI = \frac{AKI(t) - AKI(t-1)}{AKI(t-1)} \times 100\%$$

Keterangan :

- AKI : Perubahan arus kas aktivitas investasi
 AKI (t) : Arus kas investasi pada periode tersebut
 AKI (t-1) : Arus kas investasi pada periode sebelumnya

Arus kas dari aktivitas pendanaan diukur dengan persentase perubahan arus kas yang dihitung dari persentase perubahan arus kas dari aktivitas pendanaan sekarang (t) dikurangi diperoleh dari kegiatan pendanaan periode tahun sebelumnya (t-1) dibagi dengan kas yang diperoleh dari kegiatan pendanaan periode tahun sebelumnya (t-1) atau dihitung dengan rumus sebagai berikut (Yocelyn dan Christiawan 2012) :

$$AKP = \frac{AKP(t) - AKP(t-1)}{AKP(t-1)} \times 100\%$$

Keterangan :

- AKP : Perubahan arus kas aktivitas pendanaan
 AKP (t) : Arus kas pendanaan pada periode tersebut
 AKP (t-1) : Arus kas pendanaan pada periode sebelumnya

2.2.6 *Corporate Social Responsibility (CSR)*

CSR adalah tanggung jawab sosial yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan terhadap lingkungan dan masyarakat serta pemerintah, bertujuan untuk meminimalkan dampak negatif yang timbul dari kegiatan

operasional perusahaan dan memberikan kontribusi bagi pembangunan ekonomi berkelanjutan (Liu dan Irwansyah, 2016). (Ratnasari) berpendapat bahwa *Corporate Social Responsibility* adalah komitmen perusahaan untuk memberikan kontribusi jangka panjang terhadap suatu permasalahan tertentu yang ada di masyarakat atau lingkungan sekitarnya untuk dapat menciptakan lingkungan yang lebih baik. Kontribusi perusahaan dilakukan tidak hanya untuk orang yang bekerja untuk perusahaan saja namun juga untuk masyarakat yang ada di lingkungan perusahaan. Kontribusi tersebut bisa berupa banyak hal, misalnya : beasiswa untuk anak karyawan, bantuan dana, bantuan tenaga ahli dari perusahaan, bantuan berupa barang, dll. CSR merupakan komitmen usaha untuk bertindak secara etis, beroperasi secara legal dan berkontribusi untuk meningkatkan kualitas hidup dari karyawan dan keluarganya, komunitas lokal, dan komunitas luas.

Konsep CSR melibatkan tanggung jawab kemitraan antara pemerintah, perusahaan, dan komunitas masyarakat setempat yang bersifat aktif dan dinamis (Marnelly, 2012). Jadi, dapat disimpulkan bahwa CSR merupakan kegiatan sosial perusahaan yang dilakukan sebagai bentuk tanggungjawab perusahaan terhadap masyarakat atas kegiatan operasi perusahaan yang mungkin saja memberikan dampak negatif bagi masyarakat sekitar dan juga untuk dapat menciptakan lingkungan yang lebih baik lagi untuk masyarakat sekitar. Selain itu, CSR juga bermanfaat bagi perusahaan dalam rangka keberlanjutan usahanya. Segala jenis kegiatan usaha terutama yang bergerak dalam bidang pemanfaatan sumber daya baik

secara langsung maupun tidak langsung sudah pasti memberikan dampak terhadap lingkungan sekitar, seperti masalah pencemaran lingkungan, masalah tenaga kerja dan masalah terkait produk yang dihasilkan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur memiliki andil yang cukup besar dalam permasalahan lingkungan dan sosial (Yuliatwati dan Sukirman, 2015).

Secara umum *Corporate Social Responsibility* (CSR) juga dapat diartikan sebagai suatu mekanisme perusahaan untuk secara sadar mengintegrasikan sebuah perhatian terhadap lingkungan sosial ke dalam operasi dan interaksinya dengan pemangku kepentingan (*stakeholder*), yang melampaui tanggung jawab sosial di bidang hukum. CSR (*Corporate Social Responsibility*) sangat erat kaitannya dengan *Sustainable development* (Pembangunan Berkelanjutan) dimana sebuah perusahaan dalam melakukan kegiatannya harus berlandaskan pada keputusan yang tidak semata-mata berorientasi pada aspek ekonomi (keuntungan) melainkan juga harus mempertimbangkan dampak sosial dan lingkungan yang mungkin muncul dari keputusannya tersebut. *Sustainability report* harus menjadi dokumen strategis yang berlevel tinggi yang menempatkan isu, tantangan dan peluang *Sustainability Development* yang membawanya menuju kepada *core business* dan sektor industrinya (Munawaroh, 2014).

CSR atau *Corporate Social Responsibility* kini semakin populer penerapannya oleh perusahaan-perusahaan di dunia termasuk di Indonesia. CSR kini juga tidak hanya terkait dengan perusahaan yang dalam

operasinya menggunakan dan memanfaatkan potensi alam saja namun CSR kini juga telah merambah di perusahaan yang dalam operasionalnya hanya menggunakan jasa manusia tanpa harus mengeksploitasi alam. CSR juga tidak hanya dilakukan oleh perusahaan milik swasta saja namun juga dilakukan oleh perusahaan-perusahaan milik pemerintah (Ratnasari).

Corporate Social Responsibility (Tanggung Jawab Sosial Perusahaan) sering dianggap inti dari etika bisnis, yang berarti bahwa perusahaan tidak hanya mempunyai kewajiban-kewajiban ekonomi dan legal (artinya kepada pemegang saham atau *shareholder*) tetapi juga kewajiban-kewajiban terhadap pihak-pihak lain yang berkepentingan (*stakeholder*) yang jangkauannya melebihi kewajiban-kewajiban di atas (ekonomi dan legal). Tanggung jawab sosial dari perusahaan (*Corporate Social Responsibility*) merujuk pada semua hubungan yang terjadi antara sebuah perusahaan dengan semua *stakeholder*, termasuk didalamnya adalah pelanggan atau *customers*, pegawai, komunitas, pemilik atau investor, pemerintah, *supplier* bahkan juga kompetitor (Munawaroh,2014).

Sejak diterbitkannya UU Nomor 40 tahun 2007 tentang perseroan terbatas. Perusahaan mulai gencar melaksanakan kegiatan CSR yang menjadi sebuah aturan dari pemerintah. Nominalnya pun telah ditentukan yakni sebesar 2 % dari profit yang diperoleh perusahaan. Nominal tersebut bisa saja lebih sesuai dengan kebijakan perusahaan tentunya. Namun ada juga perusahaan yang tega mematok nominal sepentasnya untuk pelaksanaan kegiatan CSR (Ratnasari).

Terlihat jelas bahwa masyarakat kini mulai cerdas dan perusahaan tentu dituntut untuk bisa memaksimalkan pelaksanaan CSR. Disamping itu, dengan pelaksanaan CSR, perusahaan bisa ikut serta dalam memperbaiki perekonomian bangsa. Perusahaan tidak seharusnya mengencangkan ikat pinggang untuk masalah CSR. Mengingat mereka tumbuh di tengah-tengah kehidupan banyak orang dan kondisi lingkungan yang tentu saja telah memberi keuntungan yang begitu melimpah bagi perusahaan. Disamping itu masih banyak pula perusahaan yang tega terus menerus memerah isi bumi tanpa memperdulikan dampak yang akan ditimbulkan. Dalih melaksanakan CSR, sebagian dari mereka hanya memberikan sumbangan ala kadarnya untuk penduduk sekitar yang setiap harinya mungkin saja telah menghirup dan menikmati limbah yang ditimbulkannya. Jadi mereka hanya melakukan apa yang harus mereka lakukan saja, bukan apa saja yang sebaiknya mereka lakukan. Selain itu pelaksanaan CSR juga rawan terhadap dan juga penyelewengan dana. Hal itu didukung pula dengan belum adanya regulasi dan juga pengawasan yang jelas. Opini bahwa CSR hanya merupakan kegiatan menghambur-hamburkan uang semata bisa saja dipatahkan mengingat banyak sekali kegiatan CSR yang bisa dilakukan tanpa harus mengeluarkan banyak dana seperti pengehamatan air, pengehamatan listrik, pengelolaan sampah serta limbah dan lain sebagainya (Ratnasari).

Corporate Social Responsibility (CSR) merupakan salah satu bagian dari *Corporate Responsibility* sehingga diminta atau tidak dan ada aturan

atau tidak terkait dengan pelaksanaan CSR, pihak perusahaan akan tetap melakukan kegiatan CSR kepada masyarakat lokal. Eksistensi perusahaan berpotensi besar mengubah lingkungan masyarakat, baik ke arah negatif maupun positif. Dengan demikian perusahaan perlu mencegah timbulnya dampak negatif, karena hal tersebut dapat memicu konflik dengan masyarakat, yang selanjutnya dapat mengganggu jalannya perusahaan dan aktifitas masyarakat. Berbagai dampak sosial, ekonomi, dan lingkungan yang timbul akibat berdirinya suatu kawasan industri, mengharuskan perusahaan untuk bertanggung jawab kepada publik khususnya masyarakat di sekitar wilayah perusahaan melalui aktivitas yang nyata sehingga dalam pelaksanaan kegiatan CSR, perusahaan harus berhati-hati dan dilakukan dengan cara-cara yang benar agar tidak memperkuat kondisi relasi ketergantungan dari masyarakat akan kehadiran perusahaan (Budiarti, Santoso, dan Raharjo).

Corporate social responsibility dalam pengungkapannya harus berdasarkan pemahaman dari 3P (*profit, people, planet*), yaitu tujuan bisnis tidak hanya mencari laba (*profit*), tetapi juga menyejahterakan orang (*people*), dan menjamin keberlanjutan hidup planet ini. Pengungkapan *corporate social responsibility* tidak lagi berpijak pada praktek *single bottom line* yang berorientasi pada kinerja keuangan saja, namun harus mengacu pada *triple bottom line*, yang artinya perusahaan harus berorientasi pada aktivitas sosial dan lingkungan, tidak hanya berorientasi pada kinerja

keuangan saja. Hal ini diyakini dapat menjamin keberlanjutan perusahaan dimasa mendatang (Anggitasari, 2012).

A. Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

Pengambilan keputusan ekonomi hanya dengan melihat nilai perusahaan yang direfleksikan dalam kondisi keuangan suatu perusahaan, saat ini sudah tidak relevan lagi. Investor individual tertarik terhadap informasi sosial yang dilaporkan dalam laporan tahunan. Untuk itu dibutuhkan suatu sarana yang dapat memberikan informasi mengenai aspekl sosial, lingkungan, dan keuangan secara sekaligus. Sarana tersebut dikenal dengan nama laporan keberlanjutan (*sustainability reporting*) (Hermawan dan Maf'ulah, 2014).

Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan yang sering juga disebut sebagai *social disclosure*, *corporate social reporting*, *social accounting*, merupakan cara mengkomunikasikan informasi sosial kepada *stakeholders*. Dengan melaporkan aktivitas sosial dan lingkungannya, perusahaan akan mendapatkan dukungan dari para *stakeholder*. Pengungkapan CSR di Indonesia didukung dengan adanya PSAK No.1 Revisi 2009 paragraf 12 yang menyarankan kepada perusahaan untuk menyajikan laporan mengenai lingkungan hidup khususnya untuk industri yang banyak berhubungan dengan lingkungan dan menganggap karyawan sebagai salah satu pemegang kepentingan dalam perusahaan (Yuliawati dan Sukirman, 2015). Hal ini sangat penting mengingat dampak-dampak yang mungkin timbul akibat

aktifitas perusahaan. *Global Reporting Initiative* (GRI) adalah sebuah jaringan berbasis organisasi yang telah mempelopori perkembangan dunia, paling banyak menggunakan kerangka laporan keberlanjutan dan berkomitmen untuk terus-menerus melakukan perbaikan dan penerapan di seluruh dunia (www.globalreporting.org) (Hadianto, 2013).

GRI terdiri dari 3 fokus pengungkapan, yaitu sebagai berikut :

1. Ekonomi

Dimensi ekonomi menyangkut keberlanjutan organisasi berdampak pada kondisi ekonomi dari *stakeholder* dan sistem ekonomi pada tingkat lokal, nasional, dan tingkat global. Indikator ekonomi menggambarkan:

- Arus modal di antara berbagai pemangku kepentingan; dan
- Dampak ekonomi utama dari organisasi seluruh masyarakat

Kinerja keuangan merupakan hal yang mendasar untuk memahami organisasi dan keberlanjutannya. Akan tetapi, informasi ini biasanya sudah dilaporkan dalam laporan keuangan.

2. Lingkungan

Dimensi lingkungan menyangkut keberlanjutan organisasi berdampak pada kehidupan, di dalam sistem alam, termasuk ekosistem, tanah, udara, dan air. Indikator kinerja lingkungan terkait

dengan input (bahan, energi, air) dan output (emisi/gas, limbah sungai, limbah kering/sampah). Selain itu, kinerja mereka mencakup kinerja yang berkaitan dengan keanekaragaman hayati, kepatuhan lingkungan, dan informasi yang berkaitan lainnya seperti limbah lingkungan dan dampak dari produk dan jasa.

3. Sosial

Dimensi sosial menyangkut keberlanjutan sebuah organisasi yang telah berdampak di dalam sistem sosial yang beroperasi. Indikator kinerja sosial GRI mengidentifikasi kunci aspek kinerja yang meliputi praktek perburuhan/tenaga kerja, hak asasi manusia, masyarakat/sosial, dan tanggung jawab produk.

2.2.7 Pengukuran *Corporate Social Responsibility* (CSR)

Pengungkapan CSR adalah pengungkapan informasi yang berkaitan dengan tanggungjawab sosial perusahaan di dalam laporan keuangan. Pengungkapan CSR dapat dihitung dengan cara jumlah item yang diungkapkan perusahaan dibagi dengan jumlah item pengungkapan (Hadianto, 2013). Indeks *Corporate Social Responsibility* (CSR) yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan standar GRI (*Global Reporting Initiative*) V.4.0 tahun 2016. Rumus yang digunakan sebagai berikut :

$$\text{CSR} = \frac{\text{Jumlah item yang diungkapkan perusahaan}}{\text{Jumlah item pengungkapan}}$$

Keterangan :

Jumlah item yang diungkapkan : sesuai dengan yang diungkapkan oleh masing-masing perusahaan

Jumlah item pengungkapan : berdasarkan GRI V.4.0 tahun 2016 ada 91 item pengungkapan

2.2.8 Biaya Agensi (*Agency Costs*)

Para investor sangat membutuhkan laporan keuangan perusahaan sebagai bahan untuk menganalisa berapa besar tingkat keuntungan dimasa mendatang yang akan diperoleh dari investasi yang akan dilakukan. Tujuan utama dari investasi adalah memperoleh keuntungan, untuk mendapatkan tingkat keuntungan dimasa mendatang maka perusahaan harus dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kesejahteraan tersebut dapat dilihat dari kinerja perusahaan (*firm performance*). Kinerja perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam pemanfaatan sumber daya. Laba dapat memberikan sinyal yang positif mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang, dimana pertumbuhan laba semakin tinggi mencerminkan kinerja perusahaan juga baik, karena laba merupakan pengukuran kinerja perusahaan pengukurannya dapat dilihat dari laba yang diperoleh dari hasil kegiatan dalam pemanfaatan sumber daya berupa asset perusahaan. Di dalam suatu perusahaan ada beberapa pihak yang memiliki kepentingan masing - masing dalam pengelolaan perusahaan, salah satunya pemegang saham dan manajemen. Disatu sisi pemegang saham (*principal*) mengharapkan agen dapat memaksimalkan nilai perusahaan sehingga *free cash flow* dapat

dibagikan sebagai dividen yang diterima oleh pemegang saham. Namun disisi lain, manajemen (agen) menginginkan *free cash flow* digunakan untuk ekspansi usaha terutama jika perusahaan tersebut memiliki *investment opportunity* yang tinggi. Terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) antara principal dan agen tersebut yang menimbulkan adanya biaya keagenan (*agency costs*). Upaya untuk mengatasi atau mengurangi konflik keagenan tersebut sehingga menimbulkan biaya keagenan yang ditanggung oleh kedua belah pihak baik principal maupun agen (Herlina).

Biaya keagenan merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mencapai titik temu atas perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal (Hendro dan Wardhani, 2016). Untuk mengukur biaya agensi (*agency costs*) secara absolut, harus terdapat titik referensi (*reference point*) guna membandingkan beberapa kasus struktur kepemilikan. Disebutkan dalam teori agensi Jensen dan Meckling (1976) jika manajer memiliki 100% saham, maka pada perusahaan tersebut tidak terdapat biaya agensi (*zero agency costs*), Perusahaan dengan *zero agency cost* biasanya hanya terdapat pada perusahaan kecil. Jika manajemen memiliki kurang dari 100% saham perusahaan, maka pemilik modal (*shareholder*) menanggung biaya agensi yang berasal dari keputusan manajer yang lebih mengutamakan kepentingannya sendiri, yang ditunjukkan dengan adanya alokasi kas (*free cash flow*) untuk pengeluaran-pengeluaran non esensial (*perquisite consumption*) dan melakukan keputusan-keputusan investasi yang tidak optimal (Ade, 2008). Untuk menghindari pengeluaran yang sia-sia,

pemegang saham memantau aktivitas para manajer. Kegiatan pemantauan ini meningkatkan biaya pemantauan dan meningkatkan biaya agensi (Guizani, 2017). Jadi dapat disimpulkan bahwa biaya agensi merupakan biaya yang timbul ketika terjadi konflik antara prinsipal dan agen karena adanya perbedaan kepentingan. Oleh karena adanya pemisahan antara pembuat keputusan dan pemilik perusahaan, timbul kemungkinan bahwa manajer sebagai pembuat keputusan akan cenderung lebih mengutamakan kepentingan pribadinya daripada membuat keputusan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas, karena kas yang banyak akan mendorong pihak manajemen untuk menggunakan kas tersebut bagi kepentingan sendiri (Auditta, 2014).

Hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer dengan pemilik saham. Perusahaan bisa dilihat sebagai satu rangkaian kontrak antara pihak-pihak yang berkaitan. Manajer dikontrak oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan agar perusahaan tersebut menghasilkan aliran kas yang bisa meningkatkan nilai perusahaan, dengan demikian kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat. Tetapi seringkali manajer bertindak tidak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham. Hal ini kemudian akan memunculkan konflik keagenan, sehingga memicu munculnya biaya keagenan. *Agency costs* yang semakin tinggi mencerminkan bahwa semakin kompleks konflik keagenan di dalam perusahaan (Astuti dan Rahman 2015) Artinya, ketika masalah yang terjadi

antara prinsipal dan agen semakin besar maka akan semakin besar pula biaya agen yang ditimbulkan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu :

pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil, dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Kedua, dengan menggunakan dividen payout ratio, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Ketiga, Institutional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institutional investor dan shareholder dispersion dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi atau institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Fadah, 2012).

Biaya keagenan (*Agency Costs*) dikeluarkan untuk mengurangi kerugian yang timbul karena ketidakpatuhan. *Agency costs* ini mencakup biaya untuk pengawasan oleh pemegang saham, biaya yang dikeluarkan oleh manajemen untuk menghasilkan laporan yang transparan, termasuk biaya audit yang independen dan pengendalian internal, serta biaya yang disebabkan karena menurunnya nilai kepemilikan pemegang saham sebagai bentuk “*bonding expenditures*” yang diberikan kepada manajemen dalam bentuk opsi dan berbagai manfaat untuk tujuan menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Destriana, 2011).

2.2.9 Pengukuran Biaya Agensi

Biaya agensi diukur melalui rasio pengeluaran biaya operasional terhadap penjualan (*operasional expense to sales ratio*) yaitu perbedaan pengeluaran operasional perusahaan antara perusahaan dengan *zero agency costs* dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan tertentu. Pengukuran ini untuk mengetahui adanya kelebihan pengeluaran untuk keperluan non esensial (*perquisite consumption*). *Operational expense to sales* lebih tinggi menunjukkan adanya *agency cost* positif (Ade,2008). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{Agency Costs} = \frac{\text{Operating Expense}}{\text{Net sales}} \times 100\%$$

2.3 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan dalam upaya menemukan hubungan determinan yang mempengaruhi investasi. Penelitian-penelitian tersebut memunculkan berbagai temuan yang berbeda. Penelitian mengenai hubungan arus kas yang berpengaruh terhadap investasi menarik untuk diteliti lebih lanjut. Berikut adalah penelitian terdahulu yang telah dilakukan mengenai investasi :

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

			Variabel penelitian	Hasil
1.	Marwa Samet dan Anis Jarboui (2017)	CSR, Agency Cost and Investment-Cash Flow Semsitivity : a mediated moderation analysis	- CSR - Biaya agensi - Investasi - Arus Kas	CSR menurunkan sensitivitas investasi terhadap dana internal : biaya agensi dari arus kas bebas memediasi efek negatif CSR yang negatif terhadap sensitivitas arus kas investasi.
2.	Rawanda Janalis (2015)	Pengaruh Arus Kas Terhadap Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	- Arus kas - Ukuran Perusahaan - Investasi	Arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi
3.	Ola Melander (2009)	The Effect of Cash Flow on Investment : An Empirical Test of the Balance Sheet Channel	- Friksi Keuangan - Neraca - Investasi - Arus kas	Arus kas berpengaruh positif terhadap investasi
4.	Jemmi Benardi K. (2010)	Pengaruh Cash Flow Terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan	- Arus kas - Leverage - Investasi - Nilai perusahaan	Arus kas tidak berpengaruh terhadap investasi
			Variabel penelitian	Hasil
5.	Rudy Matthias dan Allisha Abraham (2001)	The Impact of Cash Flow on Corporate Investment in Trinidad & Tobago	- Investasi - Arus kas	Arus kas berpengaruh positif terhadap investasi

6.	Dyah Putri Atmawati (2010)	Pengaruh Cash Flow, Profitability dan Company Growth terhadap Investment Opportunity Set : Pengujian atas Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	<ul style="list-style-type: none"> - IOS - Arus kas - Profitabilitas - Pertumbuhan perusahaan 	Arus kas tidak berpengaruh terhadap investasi
7.	Moncef Guizani (2017)	Free Cash Flow, Agency Cost and Dividend Policy of Sharia-Compliant and Non-Sharia-Compliant firms	<ul style="list-style-type: none"> - Biaya agensi - Kebijakan dividen - Free Cash Flow 	Pembayaran dividen perusahaan yang sesuai dengan syariah merespon arus kas bebas dengan lebih cepat daripada perusahaan non syariah. Perusahaan yang sesuai syariah cenderung membayar lebih banyak arus kas bebas yang dapat mencegah manajer menyalahgunakan sumber daya dengan cara tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham
8.	Abbas Rostamlu, Reza Pirayesh, Kazem Hasani (2016)	The Effect of Free Cash Flow based Agency Cost on Dividen in Companies listed on Tehran Stock Exchange	<ul style="list-style-type: none"> - Biaya agensi - Free Cash Flow - Pertumbuhan perusahaan - Profitabilitas - Ukuran Perusahaan - Leverage - Risiko Saham 	Arus kas bebas dan pertumbuhan perusahaan memiliki efek terbalik pada dividen. Leverage, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko saham berdampak langsung terhadap dividen
9.	Siti K., Bony S., Deasy Wulandari dan Insani Septiani Risbaya (2010)	The Influence of Agency Cost, Investment Risk, and Profitability to Investment Decision	<ul style="list-style-type: none"> - Biaya agensi - Risiko Investasi - Profitabilitas - Keputusan Investasi 	Agency cost, risiko investasi dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi baik secara simultan maupun parsial
			Variabel penelitian	Hasil
10.	Alfini Maryanti Liu, Irwansyah, Zaki	Peran Agency Cost Reduction dalam Memediasi antara CSR dengan Nilai Perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> - CSR - Nilai Perusahaan - Biaya Agensi - Kepemilikan Institusional 	CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengurangan biaya agen adalah mediasi parsial antara hubungan CSR terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan

	Fakhroni (2016)			institusional tidak dapat memoderasi CSR di ACR
11.	Yustina Ade (2008)	Hubungan Struktur Kepemilikan dan Eksternal Monitoring Terhadap Agency Costs dan Aliran Kas	<ul style="list-style-type: none"> - Struktur Kepemilikan - Biaya Agensi - Arus Kas - Moral Hazard 	Biaya agensi di perusahaan kecil menunjukkan bahwa manajer bukanlah pemilik modal, tetapi tidak ada indikasi bahaya moral
12.	Ade Dina Herlina, Djoni Budiarto, Puput Tri Komalasari (2013)	Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kinerja Perusahaan Melalui Agency Cost sebagai Variabel antara pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	<ul style="list-style-type: none"> - Free Cash Flow - Biaya Agensi - Kinerja Perusahaan 	Free cash flow berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Free cash flow berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan melalui biaya agensi
13.	Abdolreza Golbaghi dan Hilda Shamsuddini (2017)	The Influence of CSR on the relationship between Agency Costs of Free Cash Flow and The Sensitivity of Investment to Cash Flow of The Companies listed on Tehran Stock Exchange (TSE)	<ul style="list-style-type: none"> - CSR - Biaya agensi - Arus kas - Q. Tobin Ratio - Ukuran perusahaan - ROA 	Perusahaan dengan biaya agensi tinggi dari arus kas bebas, sensitivitas investasi terhadap arus kas lebih tinggi. Juga CSR memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap hubungan antara biaya agensi arus kas bebas dan sensitivitas investasi terhadap arus kas

2.4 Kerangka Berfikir dan Pengembangan Hipotesis

Kerangka berpikir merupakan tahapan-tahapan pokok berisi informasi tentang obyek yang diteliti untuk menganalisis data secara akurat dan kemudian di interpretasikan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan. Kerangka berpikir ini akan membantu dalam menjelaskan hubungan antar variabel yang didukung oleh teori yang relevan serta hasil penelitian terdahulu.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan adalah kontrak satu orang atau lebih antara pemilik modal (*principal*) dengan

manajer (*agent*) dimana pemilik perusahaan atau investor menunjuk agen sebagai manajemen yang mengelola perusahaan atas nama pemilik melibatkan juga pendelegasian wewenang kepada manajemen untuk pengambilan keputusan. Manajemen diharapkan dapat mengoptimalkan sumber daya yang ada secara maksimal untuk menyejahterakan pemilik baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Setiap perusahaan hendaknya mengungkapkan informasi mengenai keuangan perusahaan kepada para pemegang saham secara transparan dan terbuka agar tidak terjadi konflik keagenan karena dalam hal ini perusahaan berperan sebagai agen yang harus memberikan informasi kepada pemegang saham. Informasi yang diungkapkan yaitu berupa laporan keuangan yang salah satunya adalah laporan arus kas.

Laporan arus kas ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan bagi manajemen maupun investor atau pemegang saham. Bagi manajemen, laporan keuangan ini digunakan untuk bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan ekonomi yang akan di ambil demi keberlangsungan perusahaan serta kebijakan apa saja yang akan di ambil. Sedangkan bagi investor atau pemegang saham, laporan keuangan ini digunakan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan bagaimana perusahaan menghasilkan arus kas yang baik sehingga hal ini dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi investor untuk berinvestasi atau tidak. Laporan keuangan perusahaan yang diungkapkan oleh pihak manajemen harus sama dengan

laporan keuangan yang diterima oleh pemegang saham sehingga tidak terjadi asimetri informasi.

Hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Asumsi bahwa manajemen bertindak untuk memaksimalkan keuntungan diri sendiri dan melupakan tugasnya sebagai agen yang bertindak atas nama prinsipal yang seharusnya memaksimalkan kesejahteraan prinsipal sebagai pemegang saham daripada keuntungan pribadi. Adanya pemisahan fungsi antara pemilik dan pengelola tersebut memicu timbulnya masalah keagenan. Menurut Jensen dan Michael (1986) ketika fungsi tujuan manajemen tidak mencerminkan kepentingan pemegang saham, inefisiensi investasi dapat terjadi karena konflik keagenan antara pemilik dan pemegang saham.

Pecking order theory menggambarkan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan modal internal dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Manajemen perusahaan diasumsikan sudah memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang-modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar dividen yang lebih besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit laba dan akan menghasilkan ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan eksternal.

Sebaliknya dengan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan pembayaran dividen yang kecil akan berarti penahanan laba yang tinggi dengan lebih sedikit kebutuhan dana modal yang dihasilkan dari luar. Keputusan dividen perusahaan memiliki dampak yang langsung pada pendanaan perusahaan. Jika pembayaran dividen meningkat dan pendanaan untuk mendanai investasi secara internal berkurang, maka akan berakibat modal tambahan akan dibutuhkan sehingga perusahaan harus menerbitkan saham biasa atau mengubah komposisi utangnya.

Arus kas adalah sumber dana internal dimana pada pemasukan arus kas dapat dijadikan modal untuk membiayai kegiatan perusahaan sehingga arus kas dapat menjadi ukuran investasi perusahaan. Semakin besar arus kas yang dihasilkan maka semakin likuid dan besar dana internal perusahaan, dengan likuidnya perusahaan akan mempengaruhi penilaian terhadap kinerja perusahaan dan tentu pada akhirnya akan meningkatkan investasi perusahaan. Laporan arus kas melaporkan penerimaan kas, pengeluaran kas dan perubahan bersih pada kas. Informasi tentang arus kas suatu perusahaan berguna bagi pemakai laporan keuangan sebagai dasar untuk menilai kebutuhan perusahaan dalam menggunakan arus kas tersebut (Janalis,2015).

Berdasarkan teori sinyal (*Signalling Theory*), dijelaskan bahwa perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan dimana sinyal yang ditangkap berupa bad news atau good news. Perusahaan yang sehat akan cenderung melakukan pengungkapan secara keseluruhan laporan keuangan termasuk CSR yang merupakan bagian dari laporan tahunan

perusahaan. Menurut Akrelof (1970), teori *signalling* menjelaskan bagaimana perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Teori ini membahas permasalahan informasi asimetri antara pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi bisnis yang mengarah pada hal yang merugikan. Pencegahan yang dilakukan, perusahaan dapat memberikan sinyal positif pada aspek informasi. Teori ini juga menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajemen untuk mengurangi adanya asimetri informasi.

Singkatnya, literatur yang ada menegaskan hubungan positif antara investasi dan arus kas. Pengaruh hubungan ini teramati karena adanya biaya antara modal internal dan eksternal yang menimbulkan kendala pembiayaan. Hubungan antara arus kas dan investasi ini dapat dikaitkan dengan biaya agensi atau masalah asimetri informasi. Akibat adanya asimetri informasi ini dapat menimbulkan konflik keagenan antara manajemen dengan pemilik atau investor. Konflik keagenan inilah yang nantinya akan mengakibatkan adanya biaya agensi atau *agency costs*. Oleh karena itu, faktor yang dapat mengurangi friksi tersebut dalam penelitian ini menggunakan CSR. Dalam hal ini CSR diasumsikan dapat mengurangi konflik agensi. Akses modal yang lebih baik di dorong oleh penurunan biaya agensi.

2.4.1 Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi

Laporan arus kas adalah laporan keuangan yang mencerminkan arus kas masuk, arus kas keluar dan perubahan bersih kas selama satu periode. Laporan arus kas diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Menurut Janalis (2015) manajemen kas yang efisien membutuhkan kas yang tersedia untuk operasional atau dalam investasi jangka pendek maupun jangka panjang. Salah satu tanggung jawab manajer keuangan perusahaan adalah mengatur sumber-sumber kas untuk memastikan tersedianya kas untuk kebutuhan jangka pendek juga merencanakan kebutuhan kas jangka panjang. *Operating cash flow* (CFO) merupakan jumlah arus kas yang digunakan atau yang mampu disediakan dari kegiatan operasional pokok perusahaan. CFO ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau *equity*. CFO dapat digunakan untuk membayar hutang, membeli kembali saham, membayar dividen, atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. CFO memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *shareholders* (Atmawati, 2013).

Semakin besar jumlah kas yang ada dalam perusahaan berarti semakin kecil risiko perusahaan untuk tidak dapat memenuhi kewajiban finansialnya. Hal utama yang mendasar dalam mengatur arus kas adalah memahami dengan jelas fungsi dana atau uang yang dimiliki, disimpan dan diinvestasikan. Arus kas merupakan sumber pendanaan internal bagi perusahaan dan para manajer cenderung untuk membuat keputusan

investasi dengan mengandalkan dana internalnya terlebih dahulu. Semakin besar arus kas yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin besar pula investasi yang dilakukan oleh perusahaan tersebut.

Arus kas yang baik mengindikasikan bahwa entitas mempunyai kemungkinan untuk melakukan investasi dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. arus kas yang baik memberikan jaminan bahwa entitas tidak mengalami kesulitan terkait dengan ketersediaan kas dalam pendanaan kegiatan operasional perusahaan. Semakin tinggi arus kas semakin besar jumlah sisa kas yang tersedia setelah digunakan untuk mendanai kegiatan operasional, sehingga semakin besar kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi (Atmawati, 2013).

Penelitian yang dilakukan oleh (Janalis,2015) menunjukkan hasil bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap investasi. Hubungan positif arus kas terhadap investasi juga dibuktikan oleh hasil penelitian (Melander,2009) dan (Matthias dan Abraham,2001). Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis pertama sebagai berikut :

H1 : Arus kas berpengaruh positif terhadap investasi

2.4.2 Peran CSR dalam Memoderasi Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi

Masalah paling pokok yang dihadapi perusahaan yang bergerak di bidang apapun termasuk pada industri manufaktur adalah tentang kebutuhan dana. Salah satu yang mendukung ketersediaan dana atau modal yaitu dengan adanya kas sebagai sumber dana internal perusahaan. Perusahaan

yang mengelola sumber dana dalam hal ini kas sebaik-baiknya menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik (Janalis,2015).

Namun agar arus kas perusahaan tetap berjalan baik, maka pembiayaan eksternal dapat menjadi alternatif pengembangan perusahaan. Pembiayaan eksternal perusahaan dilakukan melalui penjualan saham perusahaan kepada calon investor di pasar modal.

Perusahaan dalam menjalankan bisnisnya tidak hanya menggunakan modal internal saja tetapi membutuhkan bantuan dana dari pihak luar yang bermanfaat dalam pengembangan usahanya. Oleh karena itu, agar mendapat kepercayaan dari para investor dan kemudahan untuk mendapatkan modal, perusahaan harus meningkatkan kinerjanya agar investor mau berinvestasi di perusahaannya. Meningkatkan kinerja perusahaan dapat diwujudkan melalui CSR. Secara umum *Corporate Social Responsibility* (CSR) juga dapat diartikan sebagai suatu mekanisme perusahaan untuk secara sadar mengintegrasikan sebuah perhatian terhadap lingkungan sosial ke dalam operasi dan interaksinya dengan pemangku kepentingan (*stakeholder*), yang melampaui tanggung jawab sosial di bidang hukum. *Corporate Social Responsibility* (Tanggung Jawab Sosial Perusahaan) sering dianggap inti dari etika bisnis, yang berarti bahwa perusahaan tidak hanya mempunyai kewajiban-kewajiban ekonomi dan legal (artinya kepada pemegang saham atau *shareholder*) tetapi juga kewajiban-kewajiban terhadap pihak-pihak lain yang berkepentingan (*stakeholder*) yang jangkauannya melebihi kewajiban- kewajiban di atas (ekonomi dan legal). (Munawaroh,2014).

Nandy dan Lodh (2012) berpendapat bahwa perusahaan dengan nilai lingkungan yang lebih tinggi mendapatkan kontrak pinjaman yang lebih baik daripada perusahaan dengan nilai lingkungan yang lebih rendah. Jadi, CSR bisa menjadi penentu biaya hutang bank serta kepercayaan dari investor untuk mendapatkan tambahan modal bagi keberlangsungan hidup perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis kedua sebagai berikut :

H2 : CSR memoderasi pengaruh arus kas terhadap investasi

2.4.3 Pengaruh Biaya Agensi dalam Memediasi Efek Moderat CSR

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan nilai perusahaan, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal.

Hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri dengan informasi asimetri yang dimilikinya akan mendorong agen untuk

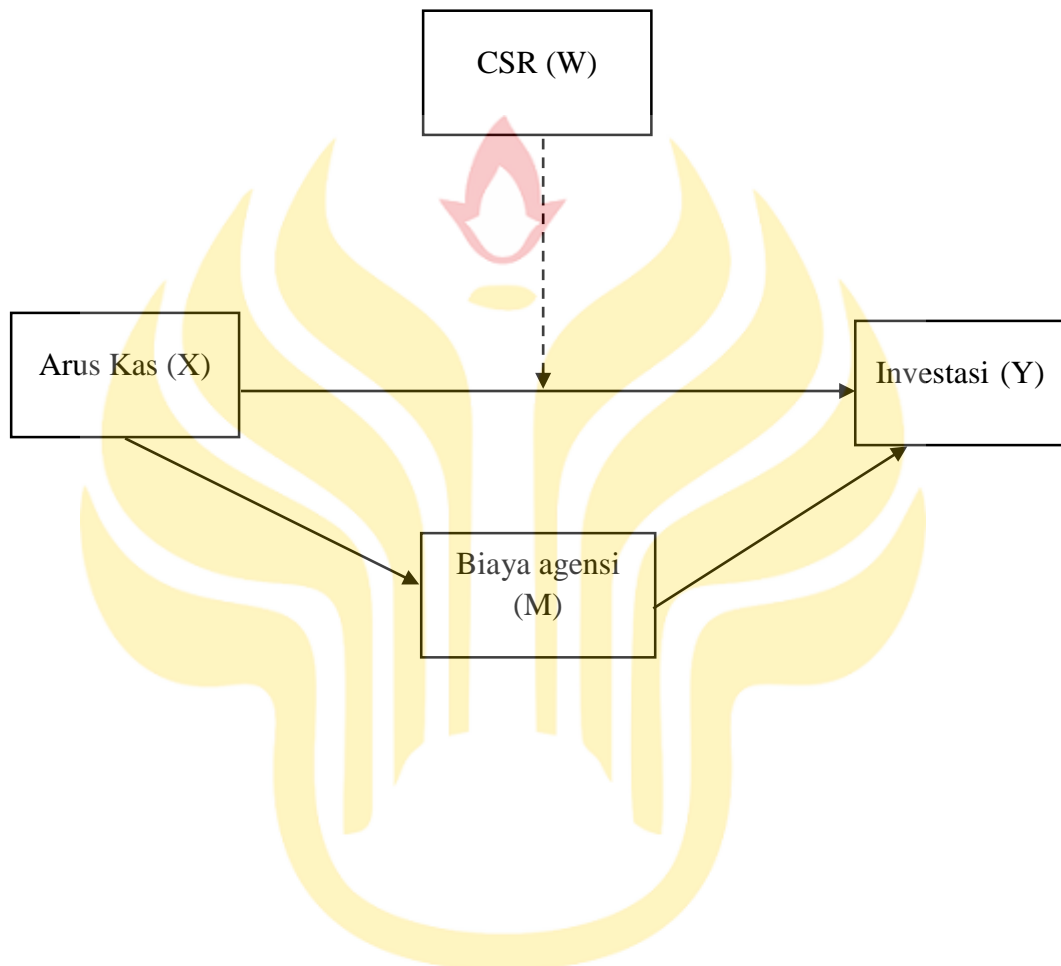
menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui prinsipal. Adanya pemisahan fungsi antara pemilik dan pengelola tersebut memicu timbulnya masalah agen.

Menurut Jensen (1986) ketika fungsi tujuan manajemen tidak mencerminkan kepentingan pemegang saham, inefisiensi investasi dapat terjadi karena konflik keagenan antara pemilik dan pemegang saham. Pandangan resolusi konflik menunjukkan bahwa investasi CSR dilakukan untuk menyelesaikan konflik diantara pemangku kepentingan. Harjoto dan Jo (2011) berpendapat bahwa perusahaan menggunakan mekanisme tata kelola bersamaan dengan keterlibatan CSR, untuk mengurangi konflik kepentingan antara para pemangku kepentingan dan pemangku kepentingan non investasi. Cheng (2014) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan kinerja CSR yang baik memiliki akses modal yang lebih baik karena biaya agen yang berkurang akibat keterlibatan pemangku kepentingan yang lebih efektif. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut :

H3 : Biaya agensi memediasi efek moderat CSR

Gambar 2.1

Kerangka Berpikir



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian dengan pendekatan kuantitatif yang menggunakan data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh dan dikumpulkan oleh peneliti dari berbagai sumber yang sudah ada. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur. Data dalam penelitian ini diperoleh dari laman resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) www.idx.co.id.

3.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi adalah ruang lingkup atau sejumlah elemen, unsur atau unit yang memiliki atribut atau karakteristik untuk diteliti, sedangkan sampel adalah cuplikan yang akan diambil dari populasi dan menjadi wakil populasi (Wahyudin, 2015: 116-118). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2016. Jumlah populasi sebanyak 149 perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling*. *Purposive sampling* digunakan untuk menentukan sampel dari populasi yang ada berdasarkan kriteria yang telah ditentukan. Penentuan kriteria dilakukan agar data yang diperoleh dengan tujuan penelitian dan relatif dapat dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya.

Berdasarkan metode tersebut maka kriteria eliminasi sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2016.
2. Perusahaan manufaktur yang secara konsisten menerbitkan laporan keuangan tahunan berturut-turut periode 2011-2016.
3. Perusahaan manufaktur yang menyajikan data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu investasi, arus kas, CSR dan biaya agensi.

Tabel 3.1

Pemilihan Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk tahun 2011-2016	149
Tidak tersedia laporan tahunan lengkap selama tahun 2011 – 2016	(81)
Tersedia laporan tahunan lengkap selama tahun 2011 – 2016	68
Tidak memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu investasi, arus kas, CSR dan biaya agensi	(27)
Sampel Penelitian	41
Total Unit Analisis (2011-2016)	246

Sumber : Data sekunder yang diolah (2018)

Hasil dari proses purposive sampling pada populasi penelitian sebanyak 149 perusahaan menghasilkan sampel sebanyak 41 perusahaan

dengan tahun pengamatan sebanyak 6 tahun dari 2011-2016, sehingga menghasilkan unit analisis sebanyak 246.

3.3 Variabel Penelitian

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah investasi, sedangkan variabel bebas dalam penelitian ini adalah arus kas. Dalam penelitian ini juga menggunakan variabel intervening dan variabel moderating. Variabel intervening dalam penelitian ini adalah biaya agensi dan variabel moderating dalam penelitian ini adalah *Corporate Social Responsibility* (CSR). Berdasarkan kajian pustaka dan penelitian terdahulu, pendekatan operasional variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

3.3.1 Investasi (Y)

Menurut Saragih (2008) investasi merupakan selisih total aktiva tahun berjalan dengan total aktiva tahun sebelumnya yang kemudian dibagi dengan total aktiva tahun sebelumnya. Aktiva digunakan sebagai pengukuran investasi dikarenakan investasi merupakan suatu kegiatan pembelanjaan barang modal untuk menambah kemampuan memproduksi barang dan jasa. Barang modal tersebut bisa berupa mesin atau robot yang dalam akuntansi merupakan kategori aktiva tetap sehingga cocok untuk dijadikan pengukuran investasi. Rumus yang digunakan sebagai berikut :

$$\text{Investasi} = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Keterangan :

TA_t = total aktiva tahun berjalan

TA_{t-1} = total aktiva tahun sebelumnya

3.3.2 Arus Kas (X)

Arus kas diklasifikasikan menjadi 3 yaitu arus kas dari aktivitas operasi, arus kas dari aktivitas investasi dan arus kas dari aktivitas pendanaan. Arus kas operasi diukur dengan persentase perubahan arus kas yang dihitung dari persentase perubahan arus kas aktivitas operasi sekarang (t) dikurangi kas yang diperoleh dari kegiatan operasional periode tahun sebelumnya (t-1) dibagi dengan kas yang diperoleh dari kegiatan operasional periode tahun sebelumnya (t-1) atau dihitung dengan rumus sebagai berikut (Yocelyn dan Christiawan 2012) :

$$AKO = \frac{AKO(t) - AKO(t-1)}{AKO(t-1)} \times 100\%$$

Keterangan :

AKO : Perubahan arus kas aktivitas operasi

AKO (t) : Arus kas operasi pada periode tersebut

AKO (t-1) : Arus kas operasi pada periode sebelumnya

Arus kas dari aktivitas investasi diukur dengan persentase perubahan arus kas yang dihitung dari persentase perubahan arus kas dari aktivitas investasi sekarang (t) dikurangi diperoleh dari kegiatan investasi periode tahun sebelumnya (t-1) dibagi dengan kas yang diperoleh dari kegiatan

investasi periode tahun sebelumnya (t-1) atau dihitung dengan rumus sebagai berikut (Yocelyn dan Christiawan 2012) :

$$AKI = \frac{AKI(t) - AKI(t-1)}{AKI(t-1)} \times 100\%$$

Keterangan :

AKI : Perubahan arus kas aktivitas investasi

AKI (t) : Arus kas investasi pada periode tersebut

AKI (t-1) : Arus kas investasi pada periode sebelumnya

Arus kas dari aktivitas pendanaan diukur dengan persentase perubahan arus kas yang dihitung dari persentase perubahan arus kas dari aktivitas pendanaan sekarang (t) dikurangi diperoleh dari kegiatan pendanaan periode tahun sebelumnya (t-1) dibagi dengan kas yang diperoleh dari kegiatan pendanaan periode tahun sebelumnya (t-1) atau dihitung dengan rumus sebagai berikut (Yocelyn dan Christiawan 2012) :

$$AKP = \frac{AKP(t) - AKP(t-1)}{AKP(t-1)} \times 100\%$$

Keterangan :

AKP : Perubahan arus kas aktivitas pendanaan

AKP (t) : Arus kas pendanaan pada periode tersebut

AKP (t-1) : Arus kas pendanaan pada periode sebelumnya

3.3.3 *Corporate Social Responsibility (W)*

Pengungkapan CSR adalah pengungkapan informasi yang berkaitan dengan tanggung jawab sosial perusahaan di dalam laporan keuangan. Pengungkapan CSR dapat dihitung dengan cara jumlah item yang diungkapkan perusahaan dibagi jumlah item pengungkapan (Hadianto,2013). Indeks pengungkapan *Corporate Social Responsibility (CSR)* dalam penelitian ini berdasarkan standar GRI (*Global Reporting Initiative*) V.4.0 tahun 2016 dengan jumlah item pengungkapan sebanyak 91. Rumus yang digunakan sebagai berikut :

$$CSR D = \frac{\text{Jumlah item yang diungkapkan perusahaan}}{\text{Jumlah item pengungkapan}}$$

3.3.4 *Biaya Agensi (M)*

Biaya agensi diukur melalui rasio pengeluaran biaya operasional terhadap penjualan (*operasional expense to sales ratio*) yaitu perbedaan pengeluaran operasional perusahaan antara perusahaan dengan *zero agency cost* dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan tertentu. Pengukuran ini untuk mengetahui adanya kelebihan pengeluaran untuk keperluan non esensial (*perquisite consumption*). *Operational expense to sales* lebih tinggi menunjukkan adanya *agency cost* positif (Ade,2008). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$Agency\ Costs = \frac{Operating\ expense}{Net\ sales} \times 100\%$$

Tabel operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2

Definisi Operasional Variabel

		Definisi Variabel	Pengukuran	Skala
1		Investasi dapat diartikan sebagai pengeluaran perusahaan untuk membeli barang – barang modal dan perlengkapan produksi untuk menambah kemampuan memproduksi barang dan jasa yang tersedia dalam perekonomian (Sadono Sukirno)	Investasi = $\frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$	Rasio
2	Arus Kas	Laporan Arus Kas merupakan laporan yang menyajikan informasi mengenai penerimaan dan pengeluaran kas.	$AKO = \frac{AKO(t) - AKO(t-1)}{AKO(t-1)} \times 100\%$ $AKI = \frac{AKI(t) - AKI(t-1)}{AKI(t-1)} \times 100\%$ $AKP = \frac{AKP(t) - AKP(t-1)}{AKP(t-1)} \times 100\%$	Rasio
3		CSR adalah tanggung jawab sosial yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan terhadap lingkungan dan masyarakat serta pemerintah, bertujuan untuk meminimalkan dampak negatif yang timbul dari kegiatan operasional perusahaan dan memberikan kontribusi bagi pembangunan ekonomi berkelanjutan (Liu dan Irwansyah, 2016)	$CSR D = \frac{\text{Jumlah item yang diungkapkan}}{\text{Jumlah item pengungkapan}}$	Rasio

		Definisi Variabel	Pengukuran	Skala
4	Biaya Agensi	Biaya keagenan merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mencapai titik temu atas perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal (Hendro dan Ratna,2015)	Biaya agensi = $\frac{\text{Operating expense}}{\text{Net sales}} \times 100\%$	Rasio

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Teknik dokumentasi dipilih karena data penelitian yang tersedia merupakan data sekunder yang dapat diambil melalui media atau perantara baik dalam bentuk arsip maupun dokumen tertentu. Teknik tersebut dilakukan dengan membaca dan mempelajari hal-hal yang berkaitan dengan penelitian dari berbagai sumber, seperti buku, jurnal, artikel, skripsi dan media lainnya. Selain itu, teknik dokumentasi digunakan untuk mengumpulkan seluruh data sekunder yang termasuk dalam sampel penelitian berupa laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang telah diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011-2016.

3.5 Teknik Analisis Data

Analisis data adalah proses mengubah informasi dari data yang telah terkumpul sehingga karakteristik data dapat mudah dipahami dan memberikan manfaat. Tujuan analisis data yaitu mendeskripsikan data yang pada akhirnya dapat menarik kesimpulan berdasarkan estimasi dan pengujian hipotesis. Analisis data pada penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif dan statistik inferensial. Analisis statistik deskriptif

digunakan untuk menjelaskan variabel-variabel dalam penelitian yang menggunakan alata analisis *mean*, minimum, maksimum, dan standar deviasi. Analisis statistik inferensial digunakan untuk menguji hipotesis penelitian yang telah dirumuskan berdasarkan kerangka pemikiran sebelumnya (Wahyudin,2015 : 139). Penelitian ini menggunakan analisis statistik inferensial untuk menguji hipotesis yaitu menggunakan alat analisis uji asumsi klasik , analisis regresi sederhana dan analisis regresi dengan variabel moderator dan mediator.

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini menggambarkan deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, distribusi). Statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk memberikan deskripsi suatu data yang dilihat dari rata-rata (*mean*), standar deviasi (*standar deviation*), dan nilai maksimum dan minimum. *Mean* digunakan untuk memperkirakan besar rata-rata populasi yang diperkirakan dari sampel. Standar deviasi digunakan untuk menilai penyebaran rata-rata dari sampel penelitian. Nilai maksimum dan minimum digunakan untuk melihat nilai terkecil dan terbesar dari populasi. Hal ini perlu dilakukan untuk melihat gambaran keseluruhan dari sampel yang dikumpulkan.

3.5.2 Analisis Statistik Inferensial

Analisis statistik inferensial ini digunakan untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. Teknik

yang digunakan untuk menguji hipotesis tersebut adalah dengan uji asumsi klasik, analisis regresi sederhana dan analisis regresi dengan variabel moderator mediator.

Uji asumsi klasik merupakan syarat untuk melakukan uji regresi. Model regresi linier dapat disebut sebagai model yang baik jika memenuhi asumsi klasik. Oleh karena itu, uji asumsi klasik sangat diperlukan sebelum melakukan analisis regresi (Haryadi dan Winda, 2011). Uji asumsi klasik untuk penelitian ini terdiri atas uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, uji normalitas dan uji linearitas. Analisis regresi sederhana adalah suatu analisis yang digunakan untuk mengukur pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dimana dalam penelitian ini hanya melibatkan satu variabel bebas (X) dan satu variabel terikat (Y). Analisis regresi dengan variabel moderator mediator digunakan untuk mengetahui variabel moderating mediating secara bersamaan dalam satu model. Moderated mediation timbul ketika kekuatan pengaruh tidak langsung tergantung dari tingkat beberapa variabel lainnya atau ketika hubungan mediasi tergantung dari tingkat variabel moderator (Ghozali, 2016).

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui normal atau tidaknya suatu distribusi data. Pada dasarnya, uji normalitas adalah membandingkan antara data yang kita miliki dan data berdistribusi normal yang memiliki mean dan standar deviasi yang sama dengan data kita (Sarjono dan Julianita,

2011). Untuk mendeteksi normalitas data dapat juga dilakukan dengan non-parametrik statistik dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) (Ghozali,2016).

Hipotesis pengujian :

Hipotesis Nol (H_0) : data terdistribusi secara normal

Hipotesis Alternatif (H_A): data tidak terdistribusi secara normal

3.5.2.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali,2016).

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
	No decision	$dl \leq d \leq du$
Tdk ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tdk ada korelasi negatif		$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tdk ada autokorelasi	Tdk ditolak	$du < d < 4 - du$
Positif atau negatif		

3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali,2016).

Dasar analisis :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik – titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik – titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.5.2.4 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen (Ghozali, 2016). Mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi maka dapat dilihat dari nilai *Tolerance* dan lawannya VIF (*variance inflation factor*). Apabila nilai *Tolerance* $> 0,10$ atau nilai VIF < 10 , maka model regresi tidak terjadi multikolinieritas (Ghozali, 2016).

3.5.2.5 Analisis Regresi Sederhana

Analisis regresi adalah suatu analisis yang digunakan untuk mengukur pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Jika pengukuran ini melibatkan satu variabel bebas (X) dan satu variabel terikat (Y) maka dinamakan analisis regresi sederhana. Dimana dalam penelitian ini untuk menguji hipotesis pengaruh arus kas (X) terhadap investasi (Y). Pengujian menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% atau 0,05. Jika probabilitas $< 0,05$ berarti variabel independen berpengaruh signifikan

terhadap variabel dependen. Akan tetapi, jika probabilitas $> 0,05$ berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.2.6 Analisis Regresi dengan Variabel Moderator Mediator (Modmed)

Analisis regresi dengan variabel moderator dan mediator digunakan untuk menguji variabel moderating dan variabel intervening secara bersamaan. *Moderated mediation* timbul ketika kekuatan pengaruh tidak langsung tergantung dari tingkat beberapa variabel lainnya atau ketika hubungan mediasi tergantung dari tingkat variabel moderator (Ghozali, 2016). Penelitian ini menggunakan variabel moderating CSR dan variabel intervening biaya agensi.

3.5.3 Kriteria Penerimaan dan Penolakan Hipotesis

Hipotesis :

H₀ = Tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel X dan variabel Y.

H_a = Ada pengaruh yang signifikan antara variabel X dan variabel Y.

Dasar pengambilan keputusan :

- a. Jika nilai probabilitas lebih kecil daripada atau sama dengan nilai probabilitas Sig. ($0,05 < \text{Sig.}$), **H₀** diterima (**H_a** ditolak). Artinya, **tidak signifikan.**
- b. Jika nilai probabilitas lebih besar daripada atau sama dengan nilai probabilitas Sig. ($0,05 > \text{Sig.}$), **H₀** ditolak (**H_a** diterima). Artinya, **signifikan.**

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan dua jenis analisis yaitu analisis regresi sederhana dan analisis regresi dengan variabel moderator dan mediator (modmed). Analisis regresi sederhana untuk melihat pengaruh variabel arus kas terhadap investasi. Analisis regresi dengan variabel moderator dan mediator (modmed) ini digunakan untuk menguji variabel moderating dan variabel intervening secara bersamaan dalam satu model dimana dalam penelitian ini menggunakan variabel moderating CSR dan variabel intervening biaya agensi.

Berdasarkan uraian diatas model regresi yang digunakan dalam penelitian ini dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

$$INV = \alpha + \beta_1 AK + \beta_2 CSR + \beta_3 BA \times CSR + e$$

Keterangan :

INV = Investasi

α = Nilai Konstanta

AK = Arus Kas

CSR = Corporate Social Responsibility

BA = Biaya Agensi

$\beta_1 - \beta_3$ = Koefisien regresi dari masing – masing variabel

e = *error*

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata – rata, standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis, dan skwness (Ghozali, 2013:19). Variabel investasi, arus kas, CSR, dan biaya agensi merupakan variabel dalam penelitian ini dengan menggunakan pengukuran skala rasio. Sehingga variabel tersebut dapat ditentukan nilai minimum, maximum, rata-rata (*mean*), serta standar deviasinya.

Berikut analisis statistik deskriptif pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INVESTASI	246	-,999	10,482	,27728	,932806
ARUSKAS	246	-2370735,538	738,236	-9641,19382	151152,363511
CSR	246	,110	,440	,21201	,086951
BIAYAAGENSI	246	,011	2,559	,17714	,207559
Valid N (listwise)	246				

Sumber : Data diolah tahun 2018

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa jumlah pengamatan (N) yang diteliti sebanyak 246 pengamatan yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2016. Investasi memiliki nilai

minimum sebesar -0,999, nilai tersebut merupakan nilai terendah investasi dari 41 perusahaan sampel penelitian. Investasi terendah dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2016. Nilai maksimum investasi adalah sebesar 10,482, nilai tersebut merupakan nilai tertinggi investasi dari 41 perusahaan. Investasi tertinggi ini dimiliki oleh PT Semen Indonesia Tbk pada tahun 2014. Mean merupakan nilai rata-rata dari beberapa data. Investasi memiliki nilai mean sebesar 0,27728, artinya rata-rata investasi dari 41 perusahaan tersebut adalah sebesar 0,277828. Standar Deviation merupakan variasi sebaran data. Investasi memiliki nilai standar deviation sebesar 0,932806, nilai tersebut dapat dikatakan semakin besar jadi nilai investasi dari 41 perusahaan berbeda-beda dan bervariasi.

Arus kas memiliki nilai minimum sebesar -2730735,538, nilai tersebut merupakan nilai terendah arus kas dari 41 perusahaan sampel penelitian. Arus kas terendah oleh PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk pada tahun 2013. Nilai maksimum adalah sebesar 738,236, nilai tersebut merupakan nilai tertinggi arus kas dari 41 perusahaan. Arus kas tertinggi ini dimiliki oleh PT Alaska Industrindo Tbk pada tahun 2011, artinya pada tahun tersebut PT Alaska Industrindo Tbk dapat menghasilkan kas yang baik untuk membiayai kegiatan operasionalnya termasuk kegiatan investasi. Nilai mean arus kas adalah sebesar -9641,19382, artinya rata-rata perusahaan dalam menghasilkan arus kas sebesar -9641,19382. Hal ini dikatakan tidak baik karena nilainya yang minus mencerminkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak cukup mampu menghasilkan jumlah

kas yang likuid. Standar Deviation dari arus kas adalah sebesar 151152,363511, artinya nilai yang semakin besar menunjukkan bahwa masing-masing perusahaan dalam menghasilkan kas jumlahnya berbeda dan bervariasi.

CSR memiliki nilai minimum sebesar 0,110, nilai tersebut merupakan nilai terendah CSR dari 41 perusahaan. CSR terendah ini dimiliki oleh PT Indal Aluminium Industry Tbk dan PT Lion Metal Works Tbk. Hal ini menunjukkan bahwa kedua perusahaan tersebut masih kurang peduli kegiatan CSR yang seharusnya dilakukan untuk mengurangi dampak yang timbul akibat kegiatan operasional perusahaan nya. Nilai maksimum CSR adalah sebesar 0,440, nilai tersebut merupakan nilai tertinggi CSR dari 41 perusahaan. CSR tertinggi ini dimiliki oleh PT Indofarma Tbk, PT Indocement Tungal Prakarsa Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk. Hal ini menunjukkan bahwa kepedulian tiga perusahaan tersebut terhadap tanggungjawab sosialnya sudah tinggi sehingga secara otomatis itu akan meningkatkan citra perusahaan mereka. Nilai mean CSR adalah sebesar 0,21201, artinya dari 41 perusahaan tersebut dapat dikatakan hampir semua sudah melakukan tanggung jawab sosialnya. Standar Deviation dari CSR adalah sebesar 0,08695, nilai ini dapat dikatakan kecil artinya masing-masing perusahaan dalam melakukan pengungkapan CSR makin sama satu sama lain.

Biaya agensi memiliki nilai minimum 0,011, nilai tersebut merupakan nilai terendah biaya agensi dari 41 perusahaan sampel

penelitian. Biaya agensi terendah dimiliki oleh PT Alaska Industrindo Tbk, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki konflik keagenan yang sangat kecil atau sederhana di antara perusahaan lainnya. Nilai maksimum biaya agensi adalah sebesar 2,559, nilai tersebut merupakan nilai tertinggi biaya agensi dari 41 perusahaan. Biaya agensi tertinggi ini dimiliki oleh PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki konflik keagenan paling kompleks di antara perusahaan lainnya. Nilai mean biaya agensi adalah sebesar 0,17714, angka tersebut dapat dikatakan kecil artinya konflik keagenan di rata-rata perusahaan tidak terlalu kompleks. Standar Deviation dari biaya agensi adalah sebesar 0,207559, angka ini dapat dikatakan kecil yang menunjukkan bahwa tingkat keseriusan konflik keagenan masing-masing perusahaan hampir sama.

4.1.2 Statistik Inferensial

Analisis statistik inferensial digunakan untuk menguji hipotesis penelitian yang telah dirumuskan berdasarkan kerangka pemikiran sebelumnya. Statistik inferensial dikenal adanya dua jenis statistik, yakni statistik parametrik dan statistik non parametrik. Secara umum, statistik parametrik digunakan, jika telah memenuhi asumsi bahwa data sampel variabel penelitian telah diambil dari populasi yang berdistribusi normal (Wahyudin, 2015:139). Statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah statistik parametrik yang memerlukan uji asumsi klasik untuk dapat dikatakan bahwa sampel nya berdistribusi normal. Pengujian penelitian ini

diawali dengan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolonieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas, dilanjutkan analisis regresi sederhana untuk menguji pengaruh arus kas (X) terhadap investasi (Y) dan analisis regresi dengan variabel moderator mediator (MODMED).

4.1.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui normal atau tidaknya suatu distribusi data. Pada dasarnya, uji normalitas adalah membandingkan antara data yang kita miliki dan data berdistribusi normal yang memiliki mean dan standar deviasi yang sama dengan data kita (Sarjono dan Julianita, 2011). Mendeteksi normalitas data dapat juga dilakukan dengan non-parametrik statistik dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) (Ghozali, 2016).

Hipotesis pengujian :

Hipotesis Nol (H_0) : data terdistribusi secara normal

Hipotesis Alternatif (H_A) : data tidak terdistribusi secara normal

Tabel 4.2 Uji Normalitas sebelum data ditransform

		One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		INV	AK	CSR	BA
N		246	246	246	246
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,2773	-9641,1938	,2120	,1771
	Std. Deviation	,93281	151152,3635	,08695	,20756
	Most Extreme Differences				
	Absolute	,295	,517	,126	,212
	Positive	,280	,473	,126	,192
	Negative	-,295	-,517	-,120	-,212
Test Statistic		,295	,517	,126	,212
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000 ^c	,000 ^c	,000 ^c	,000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
 b. Calculated from data.
 c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber : Data diolah 2018

Data dikatakan normal apabila nilai Asymp. Sig. Nya lebih dari 0,05, akan tetapi dilihat dari tabel 4.2 menunjukkan bahwa nilai Asymp. Sig. ke empat variabel adalah 0,000 yang jauh dibawah 0,05 sehingga dapat dikatakan data tidak normal. Oleh karena itu untuk memperoleh data yang terdistribusi normal, penelitian ini menggunakan metode transform data menggunakan rumus SQRT dan LN. Data yang telah ditransform ini kemudian diuji normalitas data berdasarkan nilai residu dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* yang disajikan dalam tabel 4.3.

Tabel 4.3 Uji Normalitas setelah data ditransform

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			Unstandardized Residual
N			100
Normal Parameters ^{a,b}	Mean		,0000000
	Std. Deviation		1,43868175
Most Extreme Differences	Absolute		,082
	Positive		,082
	Negative		-,068
Test Statistic			,082
Asymp. Sig. (2-tailed)			,097 ^c
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	Sig.		,496 ^d
	99% Confidence Interval	Lower Bound	,484
		Upper Bound	,509

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. Based on 10000 sampled tables with starting seed 1573343031.

Sumber : Data diolah 2018

Hasil uji test statistic *Kolomogorov-Smirnov* memberikan nilai 0,082 dengan probabilitas 0,496 jauh diatas $\alpha = 0,05$. Jadi dapat disimpulkan kita tidak dapat menolak hipotesis nol yang berarti data residual berdistribusi normal.

4.1.2.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi,

maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali,2016).

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
	No decision	$dl \leq d \leq du$
Tdk ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tdk ada korelasi negatif		$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tdk ada autokorelasi	Tdk ditolak	$du < d < 4 - du$
Positif atau negatif		

Tabel 4.4 Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,174 ^a	,030	,000	,4003469985	1,745

a. Predictors: (Constant), sqrtBA, sqrtCSR, sqrtAK

b. Dependent Variable: sqrtINVES

Sumber : Data diolah 2018

Tabel Model Summary diperoleh nilai DW = 1,745. Nilai ini akan kita bandingkan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel 100 (N) dan jumlah variabel independen 3 (K=3).

Nilai $dL = 1,6131$

Nilai $dU = 1,7364$

Nilai DW = 1,745

$4 - dU = 4 - 1,7364 = 2,264$

$$4 - dL = 4 - 1,6131 = 2,3869$$

Oleh karena itu nilai DW 1,745 lebih besar dari batas (dU) 1,7364 dan kurang dari $4 - 1,7364$ ($4 - dU$) yaitu $1,7364 < 1,745 < 2,264$. Maka dapat disimpulkan bahwa kita tidak bisa menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak terdapat autokorelasi.

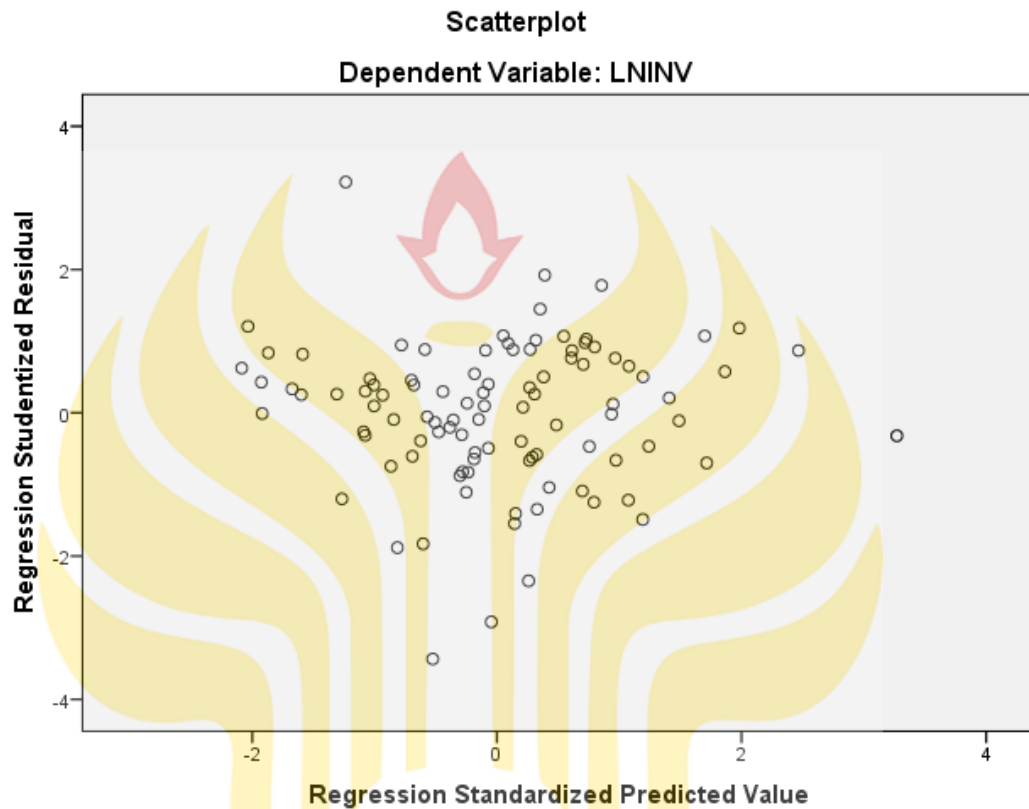
4.1.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali,2016).

Dasar analisis :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik – titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik – titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 4.5 Uji Heteroskedastisitas



Grafik scatterplots diatas menunjukkan bahwa titik – titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

4.1.2.4 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen (Ghozali,2016). Mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam

model regresi maka dapat dilihat dari nilai *Tolerance* dan lawannya VIF (*variance inflation factor*). Apabila nilai *Tolerance* $> 0,10$ atau nilai VIF < 10 , maka model regresi tidak terjadi multikolinieritas (Ghozali, 2016).

Tabel 4.6 Uji Multikolinieritas

Model		Coefficients ^a				Collinearity Statistics		
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	-1,631	,842			,056		
	sqrtCSR	-1,022	1,649	-,063		,537	,965	1,036
	LNBA	-,040	,180	-,024		,827	,875	1,143
	LNAK	,116	,088	,143		,193	,847	1,180

a. Dependent Variable: LNINV

Sumber : Data diolah 2018

Hasil perhitungan nilai *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel yang memiliki nilai *Tolerance* kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model model regresi.

4.1.2.5 Analisis Regresi Sederhana

Analisis regresi adalah suatu analisis yang digunakan untuk mengukur pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Jika pengukuran ini melibatkan satu variabel bebas (X) dan satu variabel terikat

(Y) maka dinamakan analisis regresi sederhana. Dimana dalam penelitian ini untuk menguji hipotesis pengaruh arus kas (X) terhadap investasi (Y). Pengujian menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% atau 0,05. Jika probabilitas < 0,05 berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Akan tetapi, jika probabilitas > 0,05 berarti variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Sederhana

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2,023	,149			,000
	LNAK	,131	,080	,163		,106

a. Dependent Variable: LNINV

Sumber : Data diolah 2018

Persamaan regresi $Y = -2,023 + 0,131 X$ menyatakan bahwa jika tidak ada kenaikan nilai arus kas, nilai investasi adalah -2,023. Koefisien regresi sebesar 0,131 menyatakan bahwa setiap penambahan (karena tanda +) satu nilai pada arus kas akan memberikan kenaikan skor sebesar 0,131.

Nilai beta menunjukkan besarnya pengaruh variabel X dengan variabel Y, dimana dalam tabel di atas nilai Beta adalah 0,163. Hal ini

menunjukkan bahwa besarnya pengaruh arus kas terhadap investasi sebesar 0,163 atau 16,3%.

4.1.2.6 Analisis Regresi dengan Variabel Moderator Mediator

Analisis regresi dengan variabel moderator dan mediator digunakan untuk menguji variabel moderating dan variabel intervening secara bersamaan. *Moderated mediation* timbul ketika kekuatan pengaruh tidak langsung tergantung dari tingkat beberapa variabel lainnya atau ketika hubungan mediasi tergantung dari tingkat variabel moderator (Ghozali,2016). Penelitian ini menggunakan variabel moderating CSR dan variabel intervening biaya agensi.

Hasil Analisis Regresi Modmed

Conditional indirect effect at specific value(s) of the moderator (s)

W	Ind Eff	SE	Z	P> Z
,3658	,0061	,0137	,4433	,6575
,4527	,0035	,0103	,3446	,7304
,5397	,0010	,0196	,0515	,9589

DEPENDENT VARIABLE MODEL

	Coeff	SE	t	P> t
Constant	,8838	,9653	,9155	,3618
X	-,0502	,0518	-,9701	,3340
M	-1,3163	4,5357	-,2902	,7722
W	-1,1263	2,1626	-,5208	,6035
Inter2	2,2919	10,5069	,2181	,8277

---UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

Interaction Terms:

Inter2: M * W

Bagian output *condition indirect effect at specific values of the moderator* menjelaskan pengaruh tidak langsung dengan nilai moderator

sebesar mean-nya, mean + 1 std dev dan mean – 1 std dev. Nilai mean 0,4527 besarnya pengaruh tidak langsung sebesar 0,035 dan tidak signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,7304. Untuk nilai moderator sebesar 0,5397 (mean + 1 std dev), besarnya pengaruh tidak langsung sebesar 0,010 dan tidak signifikan dengan tingkat signifikansi 0,9589. Nilai moderator 0,3658 besarnya pengaruh tidak langsung sebesar 0,0061 dan tidak signifikan dengan tingkat signifikansi 0,6575. Hasil output syntax modmed menunjukkan berbagai nilai moderator dan besarnya pengaruh tidak langsung CSR. Jadi, dapat disimpulkan bahwa CSR terbukti menjadi moderator pengaruh arus kas terhadap investasi.

Bagian output dependent variabel model menjelaskan variabel mediator biaya agensi, variabel moderator CSR dan interaksi antara moderator dan mediator. Uji regresi modmed menunjukkan hasil bahwa pengaruh variabel mediator biaya agensi terhadap variabel dependen investasi tergantung dari variabel moderator CSR dengan koefisien interaksi sebesar 2,2919 dan tidak signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,8277.

Berdasarkan hasil penelitian di atas dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05), maka dapat dihasilkan persamaan regresi sebagai berikut

:

$$INV = -2,023 + 0,131 AK + 0,0061 CSR + 0,035 CSR + 0,010 CSR + 2,2919 BA \times CSR + e$$

Berdasarkan model regresi diatas, maka dapat diinterpretasikan hasil sebagai berikut :

1. Arus Kas

Variabel Arus Kas memperoleh nilai koefisien regresi sebesar 0,131 dengan nilai signifikansi sebesar 0,106. Nilai tersebut lebih besar dari batas signifikansi $\alpha = 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa arus kas tidak mampu mempengaruhi investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2016. Hal ini menunjukkan hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa variabel arus kas berpengaruh positif terhadap investasi **ditolak**.

2. *Corporate Social Responsibility* (CSR)

Variabel CSR memperoleh nilai *indirect effect* hasil uji modmed sebesar 0,0061, 0,035 dan 0,010, sehingga dapat disimpulkan bahwa CSR terbukti menjadi variabel moderasi antara hubungan arus kas dan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2016. Hal ini menunjukkan hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa CSR memoderasi pengaruh arus kas terhadap investasi **diterima**.

3. Biaya Agensi

Variabel Biaya Agensi memperoleh nilai interaksi hasil uji modmed sebesar 2,2919, sehingga dapat disimpulkan bahwa biaya

agensinya terbukti menjadi mediasi efek moderat CSR perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2016. Hal ini menunjukkan hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan biaya agensi memediasi efek moderat CSR **diterima**.

Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Penelitian

Hipotesis	Keterangan
H_1 : Arus kas berpengaruh positif terhadap investasi	Ditolak
H_2 : CSR memoderasi pengaruh arus kas terhadap investasi	Diterima
H_3 : Biaya agensi memediasi efek moderat CSR	Diterima

Sumber : Data diolah 2018

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi

Hipotesis 1 dalam penelitian ini menyatakan bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap investasi. Hasil pengujian analisis regresi sederhana arus kas memperoleh koefisien regresi sebesar positif sebesar 0,131 dengan nilai signifikan 0,106 yang artinya $> 0,05$. Berdasarkan nilai tersebut maka arus kas tidak mampu mempengaruhi investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011 – 2016 sehingga H_1 **ditolak**.

Arus kas dalam penelitian ini diukur menggunakan komponen laporan arus kas yang terdiri dari arus kas aktivitas operasi, arus kas aktivitas investasi, arus kas aktivitas investasi. Menurut Janalis (2015) manajemen kas yang efisien membutuhkan kas yang tersedia untuk operasional atau dalam investasi jangka pendek maupun jangka panjang.

Salah satu tanggung jawab manajer keuangan perusahaan adalah mengatur sumber-sumber kas untuk memastikan tersedianya kas untuk kebutuhan jangka pendek juga merencanakan kebutuhan kas jangka panjang. Arus kas merupakan sumber pendanaan internal bagi perusahaan dan para manajer cenderung untuk membuat keputusan investasi dengan mengandalkan dana internalnya terlebih dahulu.

Hubungan arus kas dan investasi dalam penelitian ini di dasari oleh Teori *Pecking Order*. *Pecking Order Theory* menggambarkan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Manajemen perusahaan diasumsikan sudah memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang-modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar dividen yang lebih besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit laba dan akan menghasilkan ketergantungan yang lebih pada pendanaan eksternal.

Myers (1984) dalam *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris di antara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada pemegang saham lama. *Pecking Order Theory* mendukung adanya pengaruh arus kas terhadap investasi. Perusahaan dalam

membayai kegiatan operasionalnya termasuk melakukan investasi didahulukan menggunakan kas sebagai dana utamanya. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas yang positif mencerminkan tingkat kesehatan keuangannya. Ketersediaan kas dalam perusahaan juga menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi yang likuid untuk melunasi kewajiban keuangannya.

Seiring dengan penelitian yang dilakukan oleh Rawanda Janalis (2015) bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap investasi. Namun demikian perlu diperhatikan dalam penelitian ini tidak berhasil membuktikan adanya pengaruh positif antara arus kas dan investasi seperti teori *Pecking Order* yang dijelaskan sebelumnya. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh jumlah kas yang dihasilkan perusahaan terlalu sedikit sehingga tidak cukup untuk membiayai investasi. Hakikatnya investasi merupakan kegiatan membeli barang modal untuk menambah kemampuan produksi barang dan jasa. Kas yang dihasilkan perusahaan tidak selalu baik dan surplus, ketika kas yang ada hanya cukup untuk membiayai kegiatan operasionalnya sehari-hari maka kesempatan investasi pun tidak bisa dilakukan karena investasi membutuhkan dana yang lebih di luar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Atmawati (2013) yang menyatakan bahwa arus kas tidak berpengaruh terhadap investasi. Hal ini kemungkinan dikarenakan pada sampel

penelitian ini mempunyai jumlah arus kas yang relatif kecil sehingga tidak dapat digunakan untuk mendanai kegiatan investasi bagi perusahaan. Oleh karena itu, jumlah arus kas tidak berpengaruh signifikan terhadap kesempatan investasi oleh perusahaan. Selain itu, hasil ini didasari oleh kemungkinan bahwa jumlah dan kas yang tersedia dalam perusahaan digunakan untuk pembagian dividen tunai pada para pemegang saham, sehingga jumlah kas yang tersedia tidak mempengaruhi kesempatan investasi bagi perusahaan.

4.2.2 Peran CSR dalam Memoderasi Pengaruh Arus Kas terhadap Investasi

Hipotesis 2 dalam penelitian ini menyatakan bahwa CSR memoderasi pengaruh arus kas terhadap investasi. Hasil pengujian analisis regresi modmed pada bagian output *condition indirect effect at specific values of the moderator* menjelaskan pengaruh tidak langsung dengan nilai moderator sebesar mean-nya, mean + 1 std dev dan mean – 1 std dev. Ketiga nilai moderator hasil uji regresi modmed menunjukkan hasil *indirect effect* sebesar 0,0061, 0,035, dan 0,010 yang artinya ada pengaruh tidak langsung. Jadi, dapat disimpulkan bahwa CSR tidak terbukti menjadi moderator pengaruh arus kas terhadap investasi sehingga H₂ **diterima**.

CSR dalam penelitian ini diukur menggunakan jumlah item yang diungkapkan perusahaan dibagi dengan jumlah item pengungkapan berdasarkan *Global Reporting Initiative* (GRI). CSR adalah tanggung jawab sosial yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan terhadap lingkungan

dan masyarakat serta pemerintah, bertujuan untuk meminimalkan dampak negatif yang timbul dari kegiatan operasional perusahaan dan memberikan kontribusi bagi pembangunan ekonomi berkelanjutan (Liu dan Irwansyah, 2016). Hal ini yang menjadi pertimbangan bahwa CSR dapat menjadi moderator hubungan antara arus kas dan investasi karena dengan nilai lingkungan yang baik akan dapat menarik minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut sehingga dana internal perusahaan tetap tersedia dan seimbang dengan dana eksternal perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian regresi modmed yang telah dilakukan menunjukkan bahwa hubungan tidak langsung yang dimoderatori CSR memiliki pengaruh.

Pengungkapan CSR dalam penelitian ini dilandasi oleh teori sinyal. Menurut Akrelof (1970) teori sinyal menjelaskan bagaimana perusahaan memberi sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Teori ini membahas permasalahan informasi asimetri antara pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi bisnis yang mengarah pada hal yang merugikan. Pencegahan yang dilakukan, perusahaan dapat memberikan sinyal positif pada aspek informasi. Anggitasari (2012) mengungkapkan bahwa salah satu informasi yang wajib untuk diungkapkan oleh perusahaan adalah informasi tentang pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Informasi ini di muat dalam laporan tahunan perusahaan. Perusahaan melakukan pengungkapan CSR dengan harapan dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Permasalahan asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham akan menimbulkan konflik. Menurut Jensen (1986)

ketika fungsi tujuan manajemen tidak mencerminkan pemegang saham maka inefisiensi investasi dapat terjadi. Artinya, manajer yang cenderung memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan termasuk aliran kas masuk atau keluar akan bertindak sesuai kepentingannya sendiri tanpa sepengetahuan pemegang saham. Hal ini memungkinkan manajer menggunakan kas yang ada untuk ekspansi usaha dengan berinvestasi.

Investasi yang tidak diinginkan ini membuat pemegang saham merasa tidak diperhatikan dan menganggap manajer tidak konsisten dengan tugasnya dalam mensejahterakan pemegang saham. Oleh karena itu, untuk mengurangi konflik tersebut sebaiknya dilakukan pencegahan dengan melakukan CSR. CSR ini dapat dijadikan alternatif untuk mengeratkan kembali hubungan antara manajer dan pemegang saham karena keterlibatannya yang efektif serta dampak dari kegiatan CSR ini akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Samet dan Jarboui (2017) mendapatkan hasil bahwa investasi kurang sensitif terhadap arus kas internal perusahaan ketika perusahaan memiliki tingkat kinerja CSR yang lebih tinggi, hal ini tidak sejalan dengan penelitian ini yang berhasil membuktikan bahwa CSR dapat menjadi moderasi hubungan arus kas dan investasi. Hal ini mungkin dikarenakan hampir semua perusahaan melaksanakan tanggungjawab sosialnya yang secara tidak langsung meningkatkan nilai perusahaan dan berdampak positif terhadap hubungan arus kas dan investasi. Artinya, arus kas tetap terjaga dan perusahaan tetap dapat melakukan kegiatan investasi karena mendapat kepercayaan dari

investor yang tertarik dengan perusahaan yang memiliki nilai lingkungan yang baik. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Cheng (2014). Cheng (2014) menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja unggul dalam CSR memiliki akses yang lebih baik terhadap keuangan dan keterbatasan modal yang rendah.

4.2.3 Pengaruh Biaya Agensi dalam Memediasi Efek Moderat CSR

Hipotesis 3 dalam penelitian ini menyatakan bahwa biaya agensi memediasi efek moderat CSR. Hasil pengujian analisis regresi modmed menunjukkan bahwa pengaruh variabel mediator biaya agensi terhadap variabel dependen investasi tergantung dari variabel moderator CSR dengan koefisien interaksi sebesar 2,2919 dan tidak signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,8277. Berdasarkan hasil tersebut maka biaya agensi mampu memediasi efek moderat CSR pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2016 sehingga H₃ **diterima**.

Biaya agensi dalam penelitian ini diukur melalui rasio pengeluaran biaya operasional terhadap penjualan (*operasional expense to sales ratio*) yaitu perbedaan pengeluaran operasional perusahaan antara perusahaan dengan *zero agency costs* dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan tertentu. Pengukuran ini untuk mengetahui adanya kelebihan pengeluaran untuk keperluan non esensial (*perquisite consumption*). *Operational expense to sales* lebih tinggi menunjukkan adanya *agency cost* positif (Ade,2008).

Biaya agensi dalam memediasi efek moderat CSR di dasari oleh *Agency Theory*. Jensen dan Meckling (1976) dalam teori agensi menjelaskan hubungan keagenan sebagai hubungan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Manajer merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham dan karena mereka dipilih maka pihak manajer harus mempertanggungjawabkan semua pekerjaannya kepada pemegang saham. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan nilai perusahaan, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal.

Hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan prinsipal. *Agency Theory* menjelaskan bahwa manajer diberi wewenang oleh pemegang saham untuk mengambil keputusan termasuk keputusan investasi. Pemisahan fungsi antara manajer dan pemegang saham ini mengarah pada ketidakseimbangan informasi karena manajer memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan. Kondisi yang asimetri tersebut memberikan asumsi bahwa manajer akan bertindak untuk memaksimalkan

kepentingan diri sendiri dan mengabaikan tanggungjawab nya untuk mensejahterakan pemegang saham. Manajer dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba.

Jensen (1986) mengemukakan bahwa ketika fungsi tujuan manajemen tidak mencerminkan kepentingan pemegang saham, inefisiensi investasi dapat terjadi. Kondisi tersebut membuat manajer bertindak memanfaatkan kas yang ada untuk melakukan investasi tanpa sepengetahuan pemegang saham. Konflik tersebut menimbulkan ketidakpercayaan pemegang saham terhadap manajer sehingga memunculkan biaya agensi yang digunakan untuk mencapai titik temu antara pemegang saham dan manajer. Oleh karena itu, faktor yang dapat mengurangi konflik ini dengan melakukan kegiatan CSR. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Cheng (2014) yang mengungkapkan bahwa perusahaan dengan kinerja CSR yang baik memiliki akses modal yang lebih baik karena biaya agen yang berkurang akibat keterlibatan pemangku kepentingan yang lebih efektif. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Samet dan Jarboui (2017) bahwa dampak arus kas yang ditimbulkan CSR terhadap investasi mengikuti jalur melalui biaya agensi. Oleh karena itu, dengan tanggung jawab hukum manajer kepada pemangku kepentingan dan tanggung jawab etisnya kepada masyarakat, perusahaan mengurangi biaya agensi, yang mengarah pada peningkatan hubungan dengan para pemangku kepentingan.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh arus kas terhadap investasi dan keterkaitan antara CSR sebagai moderator dan biaya agensi sebagai mediator hubungan antara arus kas dan investasi dengan menggunakan alat analisis regresi sederhana dan analisis regresi modmed.

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah diuraikan, kesimpulan dari penelitian ini sebagai berikut :

1. Hasil analisis regresi sederhana, arus kas yang di proksikan dengan komponen laporan arus kas tidak berpengaruh terhadap investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2016.
2. Hasil analisis regresi modmed, CSR yang diukur dengan jumlah item yang diungkapkan dibagi dengan jumlah item pengungkapan berdasarkan GRI terbukti menjadi moderator hubungan antara arus kas dan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2016.
3. Hasil analisis regresi modmed, biaya agensi yang diukur melalui rasio pengeluaran biaya operasional terhadap penjualan (*operasional expense to sales ratio*) terbukti dapat memediasi efek moderat CSR pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2016.

5.2 Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya fokus pada satu jenis sampel perusahaan saja yaitu perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, yang tidak memiliki cukup informasi mencakup variabel independen, variabel moderator, variabel mediator, dan variabel dependen.
2. Periode pengamatan penelitian ini terlalu lama yaitu dari tahun 2011-2016, sehingga kemampuan memprediksi belum dikatakan benar benar baik karena menggunakan data time series yang terlalu lama yaitu dari tahun 2011.

5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kemampuannya dalam menghasilkan kas yang baik agar bisa digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan sampel perusahaan yang lain misal perusahaan pertambangan, perusahaan jasa, perusahaan keuangan, perusahaan properti dan lain sebagainya
3. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode pengamatan yang lebih baru agar dapat memperoleh hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ade, Y. (2008). *Hubungan Struktur Kepemilikan Dan External Monitoring Terhadap Agency Cost Dan Aliran Kas. Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, Volume 12 No. 3. Hal 343–354.
- Akerlof, G. A. (1970). *The Market for "Lemons" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics*. Volume 84 No. 3. Hal 488-500.
- Anggitasari, N. (2012). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap P Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Dan Struktur Good Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi. Diponegoro Journal of Accounting*. Volume 1. Hal 1–74.
- Anjani, B. B. (2012). *Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Keputusan Investasi Pada Perusahaan Food and Beverages di Bursa Efek Indonesia. Diponegoro Journal of Accounting*. Volume 1. Hal 1–83.
- Astuti, A. D., Rahman, A. dan Sudarno. (2015). *Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kinerja Perusahaan Dengan Agency Cost Sebagai Variabel Moderating. Jurnal Dinamika Akuntansi*. Volume 7 No. 2. Hal 1–11.
- Atmawati, D. P. (2013). *Pengaruh Cash Flow, Profitability, Dan Company Growth Terhadap Investment Opportunity Set: Pengujian Atas Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Skripsi. Solo : Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret*.
- Auditta, I Gede, S dan M. A. (2014). *Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen. Jurnal Aplikasi Manajemen*. Volume 12 No. 2. Hal 284–294.
- Beiting Cheng, I. I. dan G. S. (2014). *Corporate Social Responsibility And Access To Finance. Strategic Management Journal*. Volume 35. Hal 315–334.
- Benardi, Jemmi. (2010). *Pengaruh Cash Flow Terhadap Leverage Dan Investasi Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan. Jurnal Ekonomi Dan Kewirausahaan*. Volume 10 No. 2. Hal 93–108.
- Budiarti, M., Santoso, S. &, & Raharjo, T. *Corporate Social Responsibility (Csr) Dari Sudut Pandang Perusahaan*. Hal 13–29.
- Deny, Septian. (2017). *Industri Manufaktur Jadi Solusi Beragam Masalah Ekonomi di RI*. (diunduh tanggal 12 Maret 2018).
- Destriana, N. (2011). *Masalah dan biaya keagenan. Media Bisnis*. Volume 3 No. 1. Hal 8–16.
- Fadah, I. (2012). *Risk , Ownership Structure , Dividend Payment , Agency Cost And Corporate Value (Model Pengujian Konsistensi Pada Sebelum Dan Era Milenium). Prosiding Seminar & Konferensi Nasional Manajemen Bisnis*. Hal 159–171.

- Falichin, Muh. Zulfa Minachul. (2011). Pengaruh Corporate Social Responsibility Disclosure Terhadap Reaksi Investor Dengan Environmental Performance Rating Dan Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi. *Skripsi*. Semarang : Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Fistyarini, R., & Kusmuriyanto. (2015). *Pengaruh Profitabilitas, IOS dan leverage terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dimoderasi Likuiditas*. *Accounting Analysis Journal*. Volume 4 No. 2. Hal 361–369.
- Ghozali. (2016). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS 23. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Guizani, Moncef. (2017). Free Cash Flow, Agency Cost and Dividend Policy of Sharia- Compliant and Non-Sharia-Compliant firms. *International Journal of Economics and Management*. Volume 11 No. 2. Hal 355-370.
- Hadianto, M. L. (2013). Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan CSR Dan GCG Sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi*. Semarang : Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Haming, M., & Basamalah, S. (2010). *Studi Kelayakan Investasi Proyek & Bisnis*.
- Hanifah, U., & Khafid, M. (2016). *The Analysis of Earnings Persistence Roles in Mediating The Effect of Operating Cash Flow and Debt Level on Stock Return*. *Accounting Analysis Journal*. Volume 5 No. 4. Hal 290–298.
- Harian Neraca Ekonomi. (2018). *Manufaktur Terbelit Masalah dari Segala Penjuru*. (diunduh tanggal 12 Maret.2018).
- Harjoto, M.A and Jo,H. (2011). *Corporate goernance and CSR nexus*. *Journal of Business Ethics*. Volume 100. No.1. Hal 45-67.
- Hendro, H., & Wardhani, R. (2016). *Pengaruh Agency Cost of Free Cash Flow Terhadap Tingkat Konservatisme dan Pengujian Efek Moderasi Kebijakan Hutang, Pendistribusian Kas, Persistensi Kas, dan Tata Kelola Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*. Volume 17 No. 1. Hal 41–56.
- Herlina, Ade Dina, D. B. dan P. T. K. (2013). *Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kinerja Perusahaan Melalui Agency Cost Sebagai Variabel Antara Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Hal 1–16.
- Hermawan, S, dan Maf'ulah, A.N. (2014). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility sebagai Variabel Pemoderasi*. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Volume 6 No.2. Hal 103-118.
- Hidayat, R. (2010). *Keputusan Investasi Dan Financial Constraints: Studi Empiris Pada Bursa Efek Indonesia*. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*. Volume 1 No.4. Hal 445–468.
- Ifada, L. M., & Kusumadewi, N. (2014). *Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas Operasional, Investment Opportunity Set, dan Firm Size terhadap Dividen*

Kas (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). Jurnal Dinamika Akuntansi. Volume 6. Hal 177–190.

- Janalis, Rawanda.(2015). Pengaruh Arus Kas Terhadap Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Banda Aceh : Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala.
- Jensen. Michael. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. The American Economic Review*. Volume 76 No. 2. Hal 323–329.
- Jensen, M. C., dan Meckling, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*. Volume 3 No. 4. Hal 305–360.
- KH, Rahajeng dan Syukra,Ridho.(2017). *2017, Investasi Manufaktur Rp 400 T*. (diunduh tanggal 12 Maret 2018).
- Komariah, S., Suryopratomo, B., Wulandari, D., dan Risbaya, I.S. (2010). *The Influence of Agency Cost, Investment Risk, and Profitability to Investment Decision*.
- Liu, Alfini Maryanti dan Irwansyah, Z. F. (2016). *Peran Agency Cost Reduction Dalam Memediasi Hubungan Antara Corporate Social Responsibility Dengan Nilai Perusahaan. Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*. Volume 18 No. 2. Hal 141–156.
- Marnelly, T. R. (2012). *Corporate Social Responsibility (Csr) : Tinjauan Teori Dan Praktek Di Indonesia. Jurnal Aplikasi Bisnis*. Volume 3 No. 1. Hal 49–59.
- Matthias, Rudy dan Abraham,Allisha. (2001). *The Impact Of Cash Flow On Corporate Investment In Trinidad And Tobago*.
- Masrurun, I., & Yanto, H. (2015). *Determinan Perilaku Investor Individu Dalam Pengambilan Keputusan Investasi. Accounting Analysis Journal*. Volume 4 No. 4. Hal 1–9.
- Melander, O. (2009). *The effect of cash flow on investment: An empirical test of the balance sheet channel* (No. 228). Stockholm.
- Munawaroh, A. (2014). *Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Moderating. Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*. Volume 3 No. 4. Hal 1–17.
- Myers, Stewart C. (1984). *The Capital Structure Puzzle Revisited. Journal of Finance*. Volume 39 No. 3. Hal 1–24.
- Nandy, M and Lodh, S. (2012). *Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence. International Review of Financial Analysis*, Volume 25 No.1. Hal 83-93.
- Rahayuningsih, Dyah. (2013). *Pengaruh Kesempatan Investasi, Konsentrasi*

Kepemilikan, Leverage, Komposisi Aktiva, Ukuran Perusahaan, Dan Faktor Regulasi Terhadap Kualitas Good Corporate Governance. Jurnal Dinamika Akuntansi. Volume 5 No.2. Hal 135-145.

Ratnasari, R. Corporate Social Responsibility, Tanggungjawab Sosial Atau Strategi Perusahaan ?. Hal 1–20.

Rostamlu, A., Pirayesh, R., dan Hasani, K. (2016). *The Effect of Free Cash Flow-based Agency Costs on Dividends in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). Mediterranean Journal of Social Science. Volume 7 No, 4. Hal 131-138.*

Safitri, D. (2016). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Investasi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Food and Beverages Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010 - 2014). *Skripsi*. Kendari : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Halu Oleo.

Samet, M., & Jarboui, A. (2017). *CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: a mediated moderation analysis. Journal Managerial Finance. Volume 43 No. 3. Hal 299–312.*

Saragih, J. L. (2008). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Investasi Pada Perusahaan Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Medan : Sekolah Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara.

Sarjono, Haryadi dan Julianita, Winda. (2011). *SPSS vs LISREL Sebuah Pengantar, Aplikasi untuk Riset*. Jakarta : Salemba Empat.

Shamsuddini, H. dan G. A. (2017). *The Influence Of Corporate Social Responsibility On The Relationship Between Agency Costs Of Free Cash Flow And The Sensitivity Of Investment To Cash Flow Of The Companies Listed On Tehran Stock Exchange (TSE).*

Simanjuntak, D. dan Kiswanto. (2015). *Determinan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia Tahun 2011-2013. Jurnal Dinamika Akuntansi. Volume 7 No. 2. Hal 150-160.*

Sukirno, Sadono. 1995. *Pengantar Teori Makro Ekonomi*. Edisi Kedua. PT Raja GrafindoPersada, Jakarta.

Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi teori dari aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta : BPF.

Wahyudin. (2015). *Metodologi Penelitian*. Edisi Pertama. Semarang : Unnes Press.

Wahyono. (2015). *Pedoman Penulisan Skripsi*. Semarang : Unnes Press.

Widoatmojo, Sawidji. (2005). *Cara sehat investasi di pasar modal*. Jakarta : PT Gramedia.

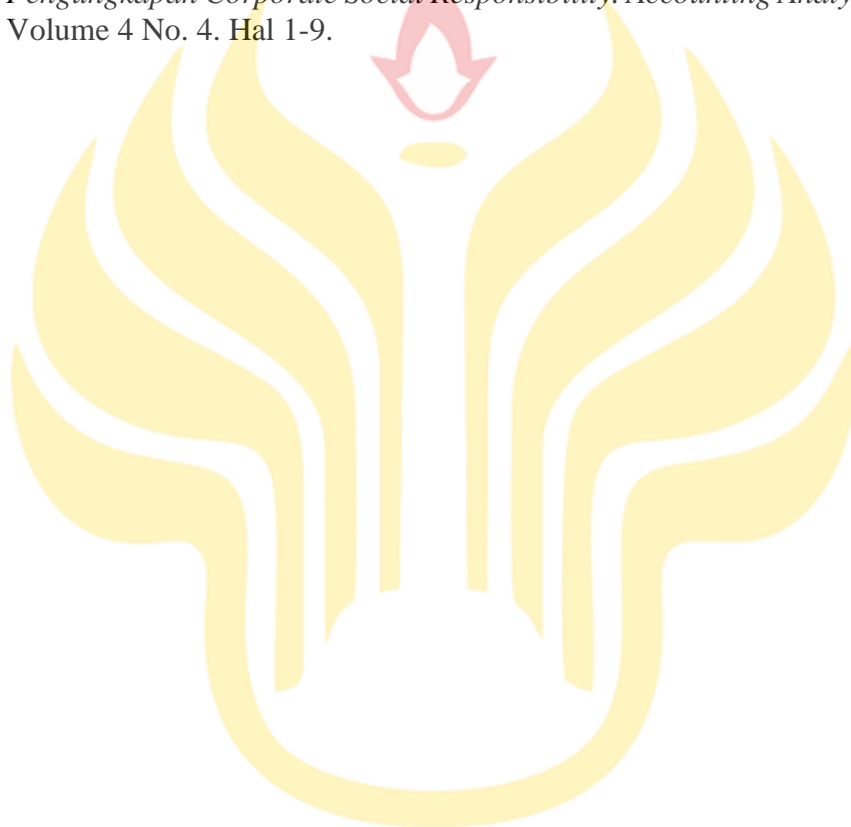
www.BKPM.go.id

www.globalreporting.org

www.idx.co.id

Yocelyn, Azilia dan Yulius J.C. 2012.” *Analisis Pengaruh Perubahan Arus Kas Dan Laba Akuntansi Terhadap Return Saham pada Perusahaan Berkapitalisasi Besar*”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 14 No. 2. Hal 81-90.

Yuliawati, R. dan Sukriman. (2015). *Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Pengungkapan Corporate Social Responsibility*. *Accounting Analysis Journal*. Volume 4 No. 4. Hal 1-9.



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG