

**MARKET PERFORMANCE, ROE, CASH FLOW
DAN KEPUTUSAN INVESTASI
DENGAN CASH HOLDINGS SEBAGAI MODERASI
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

**I Made Sudana
Heti Rachmawati**

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga

Email: imadesudana@yahoo.co.id dan hetirachma@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of market performance, ROE, cash flow and investment decisions with cash holdings as a moderating in manufacturing company in Indonesia which is listed on the Stock Exchange from 2012 to 2015. This study took 112 manufacturing companies in Indonesia. Research methods band is used in this study using purposive sampling method. Dependent variable in this research is investment decisions were measured by capital expenditure. Independent variables in this study is the market performance measured by Tobin's q, return on equity, cash flow, while moderating variable in this study is cash holdings. The method used in this research is multiple linear regression analysis. The results of this study significantly show that market performance, cash flow positive influence on investment decisions, while ROE negative effect on investment decisions. The influence of of cash flow to capital expenditure is moderated by cash holding that indicated by significant negative influence.

Keywords: Tobin's q, cash flow, returns on equity, cash holdings, capital expenditure.

PENDAHULUAN

Keputusan investasi merupakan salah satu fungsi keuangan perusahaan yang penting karena berdampak pada pertumbuhan dan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Keputusan investasi perusahaan meliputi investasi jangka pendek dan investasi jangka panjang. Besar kecilnya investasi jangka panjang perusahaan dapat diukur menggunakan rasio *capital expenditure*. Rata-rata investasi jangka panjang perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2012 hingga 2015 menunjukkan penurunan yaitu berturut-turut rasio *capital expenditure* sebesar 0,057, 0,056, 0,050 dan 0,050.

Salah satu faktor yang mempengaruhi kemampuan perusahaan melakukan investasi jangka panjang adalah *cash flow*, *market performance* dan ROE perusahaan. Rata-rata *cash flow* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2012 hingga 2015 menunjukkan pola yang juga menurun yaitu berturut-turut rasio *cash flow* sebesar 0,067, 0,063, 0,057 dan 0,055. Penurunan rata-rata investasi jangka panjang perusahaan manufaktur juga diikuti penurunan *cash flow* perusahaan manufaktur sebagai sumber dana untuk membiayai investasi.

Sementara itu *market performance*, yang ditunjukkan indeks harga saham industri manufaktur juga mengalami fluktuasi selama periode 2013 hingga 2015 yaitu berturut-turut sebesar 1150,62, 1335,21 dan 1151,68. Fluktuasi pergerakan indeks harga saham industri manufaktur juga mempengaruhi *return* saham yang dihasilkan.

Rasio ROE dalam penelitian ini digunakan untuk mengukur kinerja akuntansi untuk menilai kondisi keuangan dan hasil usaha perusahaan. Rasio ROE penting bagi pihak pemegang saham, untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri yang dilakukan pihak manajemen perusahaan. Kinerja akuntansi memberikan pengaruh keputusan investasi oleh investor.

Beberapa penelitian tentang *cash flow* dan keputusan investasi yang menunjukkan hasil tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan Fazzari *et al.* (1988), Kaplan dan Zingales (1997), menunjukkan *cash flow* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, sedangkan penelitian yang dilakukan Prasetyantoko (2007) dan Moyon (2004) hasilnya *cash flow* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Pada penelitian ini *market performance* diukur dengan rasio Tobin's *q*. Penelitian yang dilakukan Kadapakkan, dkk (1998) menunjukkan Tobin's *q* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi dan penelitian yang dilakukan Yang (2000) hasilnya sama yaitu Tobin's *q* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi karena nilai Tobin's *q* yang lebih tinggi menunjukkan prospek keuangan yang lebih baik.

Cash holdings akan berpengaruh terhadap keputusan investasi jika sumber pendanaan lain termasuk *cash flow* tidak mencukupi untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan. Nyun Kim (2013) meneliti dampak *cash holdings*, pendanaan eksternal dan *cash flow* terhadap investasi di U.S. pada tahun 1990-2008. Hasil penelitian menunjukkan *cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh pengaruh negatif signifikan. *Cash holdings* akan digunakan jika sumber pendanaan lain termasuk *cash flow* tidak mencukupi untuk mendanai keputusan investasi perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, permasalahan yang akan dibahas antara lain: apakah *market performance*, *cash flow* dan *ROE* berpengaruh terhadap keputusan investasi?; dan apakah *cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap keputusan investasi?

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengertian dan pengukuran keputusan investasi

Keputusan investasi adalah keputusan tentang berapa besar aktiva yang dibutuhkan oleh suatu perusahaan. Keputusan investasi berdasarkan jangka waktunya dibedakan menjadi investasi jangka pendek dan investasi jangka panjang. Investasi aktiva tetap merupakan investasi jangka panjang yang manfaatnya lebih dari satu tahun, yaitu berupa tanah, gedung dan mesin. Bagi perusahaan yang sedang dalam masa pertumbuhan, investasi dalam aktiva tetap untuk mendorong dalam mencapai keberhasilan perusahaan. Keputusan investasi dalam penelitian ini adalah keputusan yang berkaitan pada investasi aktiva tetap.

Besar kecilnya investasi pada aktiva tetap diukur dengan *capital expenditure*. *Capital expenditure* adalah dana yang dikeluarkan perusahaan untuk investasi pada aktiva tetap seperti pembelian aktiva tetap yang baru, penggantian aktiva tetap yang lama dan pemeliharaan atas aktiva tetap yang jumlahnya mustahil dan diharapkan dapat menghasilkan keuntungan dalam jangka waktu lebih dari satu tahun. Berdasarkan Griner dan Gordon, besar kecilnya *capital expenditure* dapat diukur dengan rumus:

$$\text{Capital expenditure} = \Delta\text{NFA} + \text{D} \dots\dots\dots 1)$$

Keterangan:

ΔNFA = Perubahan aktiva tetap bersih.

D = Depresiasi aktiva tetap

Dalam penelitian ini besar kecilnya *capital expenditure* diukur dengan rasio *capital expenditure* yaitu perbandingan antara *capital expenditure* dengan *total assets* (Nyun Kim, 2014):

$$\text{Rasio capital expenditure} = \frac{\text{Capital expenditure}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots 2)$$

Rasio *capital expenditure* sebagai ukuran investasi aktiva tetap. Perusahaan dengan *capital expenditure* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah melakukan investasi aktiva tetap yang tinggi. Perusahaan demikian mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi yang berarti perusahaan tersebut memiliki kinerja baik.

Faktor-Faktor yang Memengaruhi Keputusan Investasi

Market performance

Kinerja pasar suatu perusahaan pada penelitian ini yang diukur dengan rasio Tobin's q menunjukkan perbandingan antara *market value of share* dan hutang dengan total asset. James Tobin mengembangkan sebuah teori, yang disebut sebagai teori Tobin's q. Nilai Tobin's q merupakan salah satu indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan. Nilai Tobin's q

menggambarkan suatu kondisi peluang investasi yang dimiliki perusahaan (Lang, et al 1989) atau potensi pertumbuhan perusahaan (Tobin dan Brainard, 1968; Tobin, 1969). Nilai Tobin's q sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan dari sisi potensi nilai pasar dan Tobin's q lebih mengarah pada potensi pertumbuhan investasi. Nilai Tobin's q merupakan rasio nilai pasar saham (*market value of share*) ditambah nilai utang terhadap total asset.

Rumus Tobin's q yang digunakan oleh Lindenberg & Ross (1981) adalah sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } q = \frac{(MVS+D)}{TA} \dots\dots\dots 2)$$

Keterangan :

MVS = *Market Value Of Share*

D = *Debt* (Total Utang + Persediaan – Aktiva Lancar)

TA = Total Asset

Perusahaan yang operasionalnya berlangsung dengan baik umumnya mempunyai nilai Tobin's q di atas 1, yang berarti bahwa nilai pasar perusahaan lebih besar dari nilai buku total asset. Semakin tinggi nilai Tobin's q perusahaan berarti semakin berhasil menciptakan nilai bagi pemegang saham. Tingginya nilai Tobin's q juga mencerminkan kinerja pasar perusahaan semakin baik, dan hal ini mencerminkan bagaimana prospek perusahaan di masa yang akan datang, sehingga perusahaan akan lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan dari pihak eksternal (Brigham dan Gapesky, 1996). Kemudahan mendapatkan pendanaan dari pihak eksternal, menambah alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan untuk membiayai kegiatan investasinya, dan perusahaan yang memiliki Tobin's q yang tinggi cenderung tidak menghadapi *financial constraint* atau kendala keuangan. Kadapakkam (1988), menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif Tobin's q terhadap keputusan investasi.

H1: *Market performance* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Cash flow.

Cash flow yang dimaksud pada penelitian ini adalah *cash flow* dari aktivitas operasi. Arus kas operasi merupakan arus kas perusahaan yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan, yang diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$CF = \text{Laba bersih} + \text{Depresiasi} \dots\dots\dots 3)$$

Rasio arus kas pada penelitian ini diukur dengan perbandingan arus kas operasi dengan total assets (Nyun Kim, 2014):

$$CF = \frac{\text{Laba bersih} + \text{Depresiasi}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots 4)$$

Cash flow dari kegiatan operasi merupakan bagian penting dalam perusahaan karena menjadi salah satu alternatif yang dipakai untuk mengukur kinerja perusahaan dari aktivitas bisnis selain laba. Arus kas operasi memiliki pengaruh yang besar terhadap aktivitas pendanaan internal investasi perusahaan. Mills (1994) mengemukakan rasio *cash flow* sebagai salah satu ukuran likuiditas perusahaan. Semakin besar *cash flow* yang dimiliki

perusahaan, berarti perusahaan tersebut memiliki likuiditas yang tinggi dengan demikian semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk mendanai investasi yang dilakukan. Dengan kata lain, semakin tinggi nilai *cash flow* menunjukkan semakin besar potensi perusahaan untuk melakukan investasi. Menurut Vogt (1994), menyatakan bahwa semakin besar arus kas yang dimiliki perusahaan yang sedang bertumbuh, semakin besar pula investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut, karena perusahaan umumnya tidak membagikan dividen atau jumlah dividen yang dibagikan relative kecil selama masa pertumbuhan, dan manajer akan mengalokasikan arus kas yang dimiliki perusahaan untuk kegiatan investasi.

Menurut Fazzari *et al.* (1988) adanya informasi asimetri terkait sumber pendanaan eksternal akan menimbulkan biaya pendanaan eksternal lebih mahal dari pada pendanaan internal, yang berakibat perusahaan yang mengalami *financial constraint* kurang memiliki akses ke pendanaan eksternal. Dengan keterbatasan tersebut, maka keputusan investasi perusahaan cenderung sensitif terhadap arus kas.

H2: *Cash flow* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Return On Assets (ROE).

Rasio ROE menunjukkan kemampuan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan modal sendiri dan sering kali digunakan dalam membandingkan dua atau lebih perusahaan dalam industri yang sama (Horne dan Wachowicz, 2012). Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efisien penggunaan modal sendiri yang dilakukan pihak manajemen perusahaan. Jika dilihat dari sisi investor, rasio ROE merupakan salah satu informasi yang perlu dipertimbangkan dalam mengambil keputusan investasi. Rasio ROE membantu investor menilai kinerja perusahaan atas modal yang telah diinvestasikan. Semakin besar rasio ROE berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih yang tersedia bagi pemilik modal, begitu pula sebaliknya (Weston dan Brigham, 1998).

Rasio ROE dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return On Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots 5)$$

Semakin besar ROE, secara tidak langsung akan memperbesar kemampuan perusahaan untuk mendanai investasi dengan laba yang dihasilkan perusahaan, atau pendanaan internal, dengan demikian akan meningkatkan investasi yang dapat dilakukan perusahaan.

H3: *Return on assets (ROE)* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Cash holdings memoderasi pengaruh cash flow terhadap keputusan investasi.

Cash flow akan mempengaruhi jumlah *cash holdings* perusahaan. Semakin meningkat *cash flow* atau arus kas positif perusahaan, maka semakin meningkat pula *cash holdings* perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa pelaporan kas atau posisi kas dalam neraca dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah *cash flow*, atau arus kas bersih positif yang akan menyebabkan saldo kas menjadi lebih tinggi saat hal lain yang bersifat pengeluaran dianggap konstan (Brigham dan Houston, 2009). *Cash holdings* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Cash holdings} = \text{Kas} + \text{Setara Kas} \dots\dots\dots 6)$$

Pada penelitian ini *cash holdings* merupakan rasio *cash holdings* yaitu perbandingan antara *cash holding* dengan *total assets*, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Cash holdings} = \frac{\text{Kas+Setara Kas}}{\text{Total asset}} \dots\dots\dots 7)$$

Perusahaan menggunakan *cash holdings* untuk berinvestasi jika *cash flow* perusahaan tersebut tidak cukup untuk mendanai investasi perusahaan. Perusahaan yang mengalami kesulitan mengakses pendanaan eksternal (*external financing constraints*) dapat menggunakan *cash holdings* untuk membiayai semua keperluan perusahaan termasuk investasi.

Nyun Kim (2013) mengemukakan bahwa *cash holdings* dapat memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh pengaruh negatif signifikan. Hal ini berarti ketika perusahaan memiliki *cash holdings* yang tinggi akan memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap keputusan investasi. Denis dan Sibilkov (2006) menyatakan bahwa *cash holdings* akan digunakan jika sumber pendanaan lain ketika *cash flow* tidak mencukupi untuk mendanai keputusan investasi perusahaan. Semakin besar *cash holdings* yang dimiliki oleh perusahaan semakin besar investasi yang dapat dilakukan perusahaan.

H4: *Cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap keputusan investasi.

METODE PENELITIAN

Metode Penentuan Sampel

Metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel pada penelitian ini adalah:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2012 sampai dengan 2015.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah dan sudah diaudit sesuai dengan periode yang ditentukan 2012-2015

Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen:

Capital expenditure sebagai variabel dependen pada penelitian ini, merupakan besarnya investasi pada aktiva tetap yang diukur dengan rasio *capital expenditure*, yaitu perbandingan antara *capital expenditure* dengan *total assets*, rumus 1)

Variabel independen:

1. *Market performance* adalah kinerja pasar suatu perusahaan yang diukur dengan rasio Tobin's q, yaitu menunjukkan perbandingan antara *market value of share* dan hutang dengan *total asset*, rumus 2)
2. *Cash flow* adalah arus kas dari aktivitas operasi, yaitu laba bersih ditambah depresiasi, yang diukur dengan rasio arus kas operasi terhadap *total assets*, rumus 4)
3. *Return on equity (ROE)* adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang diukur dengan rumus 5)

Variabel moderasi:

Cash holdings sebagai variabel moderasi, adalah jumlah saldo kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan yang diukur dengan rasio cash holding, yaitu perbandingan jumlah cash holding dengan total assets, rumus 7)

Model Analisis

Model analisis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda yang dirumuskan sebagai berikut:

Tanpa moderasi

$$Capex = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } q_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 CF_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots .8)$$

Dengan moderasi cash holdings

$$Capex = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } q_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 CH_{it} + \beta_5 CF_{it} \times CH_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots 9)$$

Keterangan :

Capex = capital expenditure

Tobin's q_{it} = rasio market performance perusahaan i pada tahun t

CF_{it} = cash flow perusahaan i pada tahun t

ROE = return on equity perusahaan i pada tahun t

CH_{it} = cash holdings perusahaan i pada tahun t

ϵ_{it} = kesalahan residu

HASIL DAN PEMBAHASAN

Diskripsi Hasil Penelitian

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel, perusahaan yang memenuhi syarat 112 perusahaan manufaktur dengan jumlah observasi sebesar 346 perusahaan. Perusahaan yang dijadikan sampel meliputi perusahaan manufaktur yaitu: *basic industry and chemicals, miscellaneous industry* dan *consumer goods industry*. Adapun diskripsi data variabel-variabel yang diteliti dipaparkan pada Tabel 1.

Pada bagian deskripsi hasil penelitian ini menggambarkan jumlah observasi (N), nilai terendah (*minimum*), nilai tertinggi (*maximum*) dan rata-rata (*mean*) dari variabel-variabel yang digunakan pada tahun 2012 hingga 2015. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *caital expenditure (capex)*, variabel independen dalam penelitian ini adalah *market performance, cash flow* dan *return on equity (ROE)* dan variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *cash holdings*.

Berdasarkan tabel 1, menunjukkan bahwa rata-rata rasio *capital expenditure* perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2012 hingga 2015 adalah sebesar 0,052940. Nilai terendah untuk rasio *capital expenditure* adalah -0,0882. Angka negatif tersebut menunjukkan bahwa keputusan perusahaan pada suatu periode lebih sedikit dibandingkan periode sebelumnya. Nilai maksimum pada rasio *capital expenditure* sebesar 0,1891. Variabel *market performance* diukur dengan rasio Tobin's q yang menunjukkan rata-rata rasio Tobin's q perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2012 hingga 2015 adalah sebesar 1,18166. Nilai terendah untuk rasio Tobin's q adalah 0,105. Nilai maksimum pada rasio Tobin's q sebesar 3,887.

Tabel 1
Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Capex	346	-0.0882	0.1891	0.052940	0.0474827
Tobin's q	346	0.105	3.887	1.18166	0.664824
ROE	346	-0.272	0.307	0.06534	0.098376
Cash Flow (CF)	346	-0.080	0.204	0.06051	0.049045
Cash Holdings (CH)	346	0.001	0.317	0.06163	0.064875
Valid N (listwise)	346				

Sumber: Hasil pengolahan data

Rasio ROE pada perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki rata-rata sebesar 0,06534 selama periode 2012 hingga 2015. Nilai terendah untuk rasio ROE adalah -0,272. Angka negatif tersebut menunjukkan bahwa pada saat periode pengamatan terdapat perusahaan yang mengalami kerugian. Nilai maksimum pada rasio ROE yakni sebesar 0,307. Rata-rata rasio *cash flow* perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2012 hingga 2015 adalah sebesar 0,06051. Nilai terendah untuk rasio *cash flow* sebesar -0,080. Angka negatif tersebut menunjukkan bahwa pada suatu periode tertentu perusahaan mengalami kerugian. Nilai maksimum rasio *cash flow* sebesar 0,024. Rasio *cash holdings* pada perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki rata-rata sebesar 0,06163 selama periode 2012 hingga 2015. Nilai terendah untuk rasio *cash holdings* adalah 0,001. Nilai maksimum pada rasio *cash holdings* yakni sebesar 0,317.

Analisis Model dan Pengujian Hipotesis

Hasil analisis regresi berganda pada penelitian ini dilakukan dua tahap, yaitu, pertama tanpa variabel moderasi hasilnya dipaparkan pada Tabel 2 berikut ini:

Pengaruh Tobin's q, ROE, cash flow terhadap capital expenditure tanpa moderasi

Tabel 2
Hasil Regresi tanpa Moderasi

Variabel Independen	Koefisien β	Sig. t	Kesimpulan
Konstanta	0,022	0,000	
Tobin's q	0,009	0,023	Signifikan
ROE	-0,107	0,011	Signifikan
CF	0,452	0,000	Signifikan
Fhitung	19,509		
R ²	0,146		
Sig a	0,05		
Variabel dependen	Capital Expenditure		

Sumber: Data diolah hasil output SPSS

Hasil analisis dan pengujian hipotesis pada Tabel 2, menunjukkan rasio Tobin's q dan cash flow berpengaruh positif signifikan terhadap rasio capital expenditure, sedangkan ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio capital expenditure. Koefisien determinasi (R²) sebesar 0,146, hal ini menunjukkan bahwa 14,6% variabel rasio capital expenditure dapat dijelaskan oleh variabel independen yang diteliti dan sisanya sebesar 85,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian.

Pengaruh Tobin's q, ROE, cash flow terhadap capital expenditure dengan moderasi cash holdings

Hasil analisis regresi dan pengujian hipotesis dengan variabel moderasi dipaparkan pada Tabel 3 berikut ini.

Tabel 3
Hasil Regresi dengan Moderasi

Variabel Independen	Koefisien β	Sig. t	Kesimpulan
Konstanta	0,016	0,021	
Tobin's q	0,010	0,017	Signifikan
ROE	-0,105	0,011	Signifikan
CF	0,614	0,000	Signifikan
CH	0,093	0,273	Tidak Signifikan
CF*CH	-2,061	0,024	Signifikan
Fhitung	13,800		
R ²	0,169		
Sig a	0,05		
Variabel	Capital Expenditure		

dependen	
----------	--

Sumber: Data diolah hasil output SPSS

Berdasarkan tabel 3, hasil analisis model regresi menunjukkan pengaruh variabel rasio Tobin's q dan rasio *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *capital expenditure*. , sedangkan rasio *ROE* berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio *capital expenditure*. Rasio *cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh pengaruh negatif signifikan. Hal ini berarti rasio *cash holdings* semakin memperlemah, pengaruh rasio *cash flow* terhadap rasio *capital expenditure*.

Koefisien determinasi (R^2) yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen bernilai sebesar 0,169. Hal ini mengindikasikan bahwa 16,9% variabel rasio *capital expenditure* dapat dijelaskan oleh variabel yang diteliti oleh peneliti, sedangkan sisanya sebesar 83,1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian.

Pembahasan

1. Pengaruh Tobin's q terhadap *capital expenditure*

Rasio Tobin's q berpengaruh positif signifikan terhadap rasio *capital expenditure*. Rasio Tobin's q berpengaruh terhadap *capital expenditure*, semakin tinggi rasio Tobin's q maka *capital expenditure* semakin tinggi. Rasio Tobin's q mengukur *market performance* perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis bahwa rasio Tobin's q berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Rasio Tobin's q menunjukkan prospek perusahaan di masa yang akan datang, semakin tinggi rasio Tobin's q berarti semakin baik prospek perusahaan tersebut, hal ini mendorong perusahaan untuk meningkatkan *capital expenditure*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Kadapakkam (1988), menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif Tobin's q terhadap keputusan investasi.

2. Pengaruh *ROE* terhadap *capital expenditure*

Rasio *ROE* berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio *capital expenditure*. Semakin tinggi rasio *ROE*, maka semakin berkurang *capital expenditure*. *Return On Equity* merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan menggunakan ekuitas, yang diukur berdasarkan laporan akuntansi yang disusun dengan prinsip akrual, dengan demikian besar kecilnya *ROE* tidak mencerminkan besar kecilnya jumlah kas yang dimiliki perusahaan. Prinsip akrual adalah penjualan dan biaya-biaya diakui ketika terjadinya transaksi bukan pada saat diterima atau dikeluarkan dalam bentuk kas. Sementara untuk melakukan investasi perusahaan membutuhkan kas, dengan demikian sekalipun *Return On Equity* rendah perusahaan tetap dapat melakukan investasi ketika kas perusahaan tinggi dan investasi didanai dengan *cash flow* atau *cash holding*. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan.

3. Pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure*

Rasio *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap rasio *capital expenditure*. Hal ini karena yang dapat diinvestasikan perusahaan adalah kas. Dengan demikian semakin besar *cash flow* perusahaan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi. Mills (1994) rasio *cash flow* sebagai ukuran likuiditas. Semakin besar rasio *cash*

flow yang dimiliki perusahaan, maka perusahaan tersebut memiliki likuiditas yang tinggi. Semakin tinggi nilai rasio *cash flow* menunjukkan semakin besar potensi perusahaan untuk melakukan investasi. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Fazzari *et al.* (1988) yang menyatakan *cash flow* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

4. Pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* dengan moderasi *cash holdings*

Rasio *cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh pengaruh negatif signifikan. Hal ini karena ketika perusahaan memiliki *cash holdings* yang semakin besar, maka akan memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap *capital expenditure*. Perusahaan akan menggunakan *cash holdings* untuk berinvestasi jika *cash flow* perusahaan tersebut tidak cukup untuk mendanai investasi. Perusahaan yang mengalami kesulitan mengakses pendanaan eksternal (*external financing constraints*) dapat menggunakan *cash holdings* untuk membiayai semua keperluan perusahaan termasuk investasi. *Cash holdings* merupakan rasio yang membandingkan antara jumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan dengan jumlah aset seluruh perusahaan. *Cash holdings* yang semakin besar berarti adanya ketersediaan kas untuk membiayai aktivitas perusahaan. Hasil ini sama dengan penelitian Nyun Kim (2013) menyatakan bahwa *cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh pengaruh negatif signifikan.

Simpulan

1. *Market performance* (Tobin's *q*) berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi, hal ini karena semakin tinggi rasio Tobin's *q* semakin baik prospek perusahaan kedepan dan oleh karena itu mendorong perusahaan untuk melakukan investasi yang lebih besar.
2. *Return On Equity* berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi. Hal ini karena *Return On Equity* diukur berdasarkan laporan akuntansi yang disusun dengan prinsip akrual, dengan demikian besar kecilnya ROE tidak mencerminkan besar kecilnya jumlah kas yang dimiliki perusahaan. Sementara untuk melakukan investasi perusahaan membutuhkan kas, dengan demikian sekalipun ROE rendah perusahaan tetap dapat melakukan investasi ketika kas perusahaan tinggi dan investasi dapat didanai dengan utang.
3. *Cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi, karena semakin besar *cash flow* semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk berinvestasi.
4. *Cash holdings* memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *capital expenditure* yang ditunjukkan oleh pengaruh negatif signifikan, karena ketika perusahaan memiliki *cash holdings* yang tinggi akan memperlemah pengaruh positif *cash flow* terhadap keputusan investasi.
5. Koefisien determinasi (R^2) sebesar 16,9%, hal ini mengindikasikan bahwa 16,9% variabel rasio *capital expenditure* dapat dijelaskan oleh variabel yang diteliti oleh peneliti, sedangkan sisanya sebesar 83,1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian.

Saran

Berdasarkan kesimpulan dari penelitian ini, maka saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

1. Bagi manajemen perlu memperhatikan prospek perusahaan, *cash flow* dan *cash holdings* dalam mengambil keputusan investasi perusahaan.
2. Bagi peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel lain diluar yang sudah diteliti dalam penelitian ini dikarenakan koefisien determinasi (R^2) dalam penelitian ini masih rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Agarwal, Raj dan NyoNyo Aung Kyaw. 2006. Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development. Working Paper SSRN
- Brigham, E. F., Houston, J. F. *Dasar-dasar manajemen Keuangan*. Buku 1 Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat. 2006.
- Brigham, Weston Eugene F. dan Joel F. Houston, 1998. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan (Edisi 8)*. Jakarta: Erlangga.
- Chen, H. and Chen, S. 2012, 'Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: evidence from the time series', *Journal of Financial Economics*, Vol. 103 No. 2, pp. 393-410.
- Cleary, S. 2006, "International corporate investment and the relationship between financial constraint measures", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30 No. 5, pp. 1559-1580.
- Denis, J David dan Sibilkov, Valeriy (2006). Financial Constraints, Investment and the Value of Cash Holdings, *The Review of Financial Studies*, 14: 529-554.
- Erickson, T. and Whited, T. 2000, 'Measurement error and the relationship between investment and q ', *Journal of Political Economy*, Vol. 108 No. 5, pp. 1027-1057.
- Fama, E.F 1978. The Effect of a Firm's Investment & Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders, *Journal of Investment and Financing*, Vol. 68
- Fazzari, S., Hubbard, R.G. and Petersen, B. 1988, 'Financing constraints and corporate investment', *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 141-195.
- Gilchrist, S. and Himmelberg, C. 1995, 'Evidence on the role of cash flow for investment', *Journal of Monetary Economics*, Vol. 36 No. 3, pp. 541-572.
- Gill, A and Shah, C 2012: Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada International Journal of Economics and Finance
- Griner, Emmet H. dan Lawrence A. Gordon . 1995. Internal Cash Flow, Insider Ownership. And Capital Expenditure: A Test of The Pecking Order Analysis and Managerial Hypothesis. *Journal of Business Finance and Accounting*, p.179-199
- Hidayatullah, Irwan. 2015. Financial Constraint, Investasi Aktiva Tetap, Dan Modal Kerja Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Periode 2009-2013. Skripsi Univesitas Airlangga. Surabaya
- Horne, J. C. V., Wachowicz, J. M. *Prinsip-prinsip manajemen keuangan*. Buku 1 Edisi 13. Jakaerta: Salemba Empat. 2013.
- Horne, James C. dan John M. Wachowicz, Jr. 2012. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan (Edisi 13)*. Jakarta: Salemba Empat
- Kadapakkam, P., Kumar, P. and Riddick, L. 1998, "The impact of cash flows and firm size on investment: the international evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 No. 3, pp. 293-320.

- Kaplan, S. and Zingales, L. 1997, "Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, pp. 169-215.
- Lindenberg, E.B, and Ross, S.A., 1981. "Tobin's q Ratio and Industrial Organization". *Journal of Business*, 54 (1), 1-32.
- Mills, Owen, M. H. Pesaran, and R. Smith. 1994. Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1. (Mar., 1994), pp. 83-109.
- Nyun Kim, Tae. 2014. 'The impact of cash holdings and external financing on investment-cash flow sensitivity', *Review of Accounting and Finance* Vol. 13 No. 3, 2014 pp. 251-273.
- Prasetyantoko, Augustinus, 2007, "Financing Constraints and Firm-Level Investment Following a Financial Crisis in Indonesia", *Working Papers on Documents De Travail*, Juli: pp. 1-42.
- Simamora, Henry. 2000. *Akuntansi Basis Pengambilan Keputusan Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Vogt, S.C. 1994. The cash flow-investment relationship: evidence from US manufacturing firms, *Financial Management*, Vol. 23, pp. 3-20.
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland, 1991, *Manajemen Keuangan*, Alih Bahasa : Yohanes Lamarto dan Mariana Adinata, Edisi Kedelapan, Jilid 2, Erlangga, Jakarta
- Yang, Chau Chen. 2000. Investment Strategy, Dividend Policy and Financial Constraint of the firm. *Review of Pasific Basic Financial Markets and Policies*, Vol. 2 No. 2 (235-267)