



Volume 26 No 1, Januari 2024

# Jurnal Ekonomi dan Bisnis Dharma Andalas

## Dampak Aliran Kas, Profitabilitas dan Kesulitan Keuangan Terhadap Keputusan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur di BEI

Henny Sulistianingsih<sup>1</sup>, Ratnawati Rafli<sup>2</sup>, Maivalinda<sup>3</sup>  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dharma Andalas<sup>1,2,3</sup>  
email: kenanga13saleh@gmail.com<sup>1</sup>  
ratnawatirafli21@gmail.com<sup>2</sup>  
maivalinda.unidha@gmail.com<sup>3</sup>

### Abstrack

*The study aims to assess how cash flow, profitability, and financial distress impact investment decisions in manufacturing firms. It also investigates whether financial distress moderates the relationship between cash flow, profitability, and investment decisions. These findings are anticipated to enhance comprehension of financial distress and investment connections in developing nations like Indonesia. Employing a causal associative approach, the research examines the interrelations between variables and their influences. The population comprises all manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Sample selection utilizes purposive sampling, aligning with predefined criteria. Data analysis involves multiple linear regression using SPSS software. Results reveal a significant negative impact of profitability on investment decisions. Financial distress positively influences investment choices, with its moderation effect weakening profitability's impact on decisions, a statistically significant finding. A high z-score suggests potential bankruptcy within two years if not managed effectively.*

**Keywords:** *profitability, cash flow, financial distress, investment decisions, pecking order theory.*

### Abstrak

Tujuan penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh aliran kas, profitabilitas dan kesulitan keuangan terhadap keputusan investasi pada perusahaan manufaktur. Dan menguji apakah *kesulitan keuangan* memoderasi secara signifikan aliran kas, profitabilitas terhadap keputusan investasi. Hasil ini diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih luas tentang hubungan antara kesulitan keuangan dan investasi pada penelitian serupa di negara berkembang dengan karakteristik yang berbeda seperti Indonesia. Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian asosiatif kausal. Desain kausal berguna untuk mengukur hubungan antar variabel riset atau berguna untuk menganalisis bagaimana suatu variabel mempengaruhi variabel yang lain. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Sedangkan teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* yaitu sampel yang dibutuhkan dan dibatasi pada tipe tertentu atau menyesuaikan kriteria-

kriteria yang ditetapkan oleh peneliti. Teknik pengolahan data dengan menggunakan metode Regresi Linier berganda diolah dengan software SPSS. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas memengaruhi secara signifikan negatif terhadap keputusan investasi. Kesulitan keuangan memengaruhi secara signifikan positif terhadap keputusan investasi, dan kesulitan keuangan (zscore) memoderasi (melemahkan) profitabilitas terhadap keputusan investasi, berpengaruh signifikan diterima. Tingkat z-score yang tinggi menandakan perusahaan dalam 2 tahun bertendensi akan mengalami kebangkrutan, jika tidak dikelola dengan baik.

Kata kunci: *Profitability, Cash flow, kesulitan keuangan, keputusan investasi pecking order theory.*

## PENDAHULUAN

Dampak krisis ekonomi global tahun 2008 hingga saat ini masih terasa, ketidakpastian global yang terjadi saat ini lebih kompleks dan masih akan berlangsung beberapa tahun yang akan datang. Di tambah lagi adanya pandemi Corona Virus Disease 2019 (Covid-19) tahun 2019 memberikan pengaruh yang luar biasa kepada dinamika perekonomian dunia, termasuk Indonesia. Covid-19 menyebar ke hampir 178 negara di dunia dan menginfeksi lebih dari 85 juta jiwa, dengan membawa lebih dari 1,8 juta jiwa kematian selama 2020. Kondisi ini kemudian tidak hanya menimbulkan krisis kesehatan dan kemanusiaan, tetapi juga mengakibatkan krisis ekonomi dan meningkatkan kemiskinan di berbagai negara. Perkembangan kurang menguntungkan kepada perekonomian global ini tidak dapat dihindari sebagai akibat penerapan kebijakan pembatasan mobilitas untuk mengurangi penyebaran Covid-19. Berbagai indikator menunjukkan aktivitas konsumsi, investasi, dan produksi di banyak negara tertekan tajam dan mengakibatkan penurunan perdagangan internasional, termasuk Indonesia (Bank of Indonesia, 2020).

Lemahnya permintaan konsumsi dan gangguan produksi akibat dari keterbatasan mobilitas orang dan barang telah menyebabkan penurunan kinerja manufaktur global. PMI manufaktur di

AS, Eropa, Jepang, Tiongkok, dan India turun tajam dan mencatat pertumbuhan negatif. Kinerja sektor jasa, terutama yang terkait mobilitas masyarakat, Negara - negara tersebut juga berkontraksi lebih dalam dari sektor manufaktur. Sementara itu, kinerja yang lebih baik terlihat pada sektor terkait penanganan Covid-19, antara lain industri bahan pangan, alat kesehatan dan obat-obatan, serta sektor yang memanfaatkan teknologi penunjang aktivitas kerja jarak jauh, sejalan dengan penerapan *work from home, school from home, dan social distancing*. Sejalan penurunan permintaan yang tajam dan gangguan produksi, keyakinan konsumen dan pelaku bisnis di berbagai negara turut memburuk. Perkembangan tersebut menyebabkan pertumbuhan ekonomi di negara maju dan berkembang berkontraksi tajam pada semester I, terutama pada triwulan II 2020.

Menghadapi kondisi yang demikian setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi, sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen, baik itu dibidang pemasaran, produksi, sumberdaya manusia dan keuangan dengan baik agar perusahaan dapat lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi. Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting dalam kegiatan perusahaan. Dalam mengelola fungsi keuangan, salah

satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Untuk pemenuhan kebutuhan dana ini, perusahaan dapat memperoleh dari dalam perusahaan (modal sendiri) atau dari luar perusahaan (modal asing).

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham, 2010). Tetapi tidak jarang pihak manajemen atau manajer perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Sehingga timbul konflik kepentingan diantara para manajer dan para pemegang saham perusahaan (*agency problem*). Disamping itu konflik juga dapat terjadi antara *stockholder* dengan *debtholder*. Konflik tersebut muncul karena *insiders* mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari perkiraan kreditur. Sedangkan keuntungan yang diterima dalam bentuk bunga utang sifatnya tetap dibandingkan dengan *stockholder*, dan kreditur ikut menanggung kerugian jika proyek tersebut gagal.

Keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer perusahaan memiliki peran dalam meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan investasi harus dilakukan secara hati-hati dan perlu perencanaan yang matang. Keputusan investasi yang tepat dalam artian manajer menggunakan asset secara optimal, sehingga memberikan sinyal positif bagi investor bahwa akan meningkatnya harga saham dan dampaknya menaikkan nilai perusahaan. Beberapa indikator penting bagi investor dalam melihat prospek perusahaan dimasa yang akan datang, seperti modal kerja, profitabilitas, arus kas dan kesulitan keuangan yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasi.

Perusahaan untuk mendapatkan dana dari sumber - sumber eksternal kadangkala terbatas dengan adanya kesulitan keuangan. Beberapa perusahaan tidak memiliki akses yang cukup ke pasar modal eksternal memungkinkan mereka menanggapi perubahan biaya modal, harga aset, atau insentif investasi berbasis pajak. Sejauh perusahaan dibatasi dalam kemampuan mereka untuk mengumpulkan dana secara eksternal, pengeluaran investasi mungkin sensitif terhadap ketersediaan keuangan internal. Artinya, investasi dapat menampilkan "kepekaan berlebih" terhadap pergerakan arus kas (Fazzari et al., 1988). Pengaruh kesulitan keuangan pada pengembangan perusahaan banyak mendapat perhatian dari akademisi maupun pembuat kebijakan. Kesulitan keuangan merupakan factor penting dalam membuat keputusan investasi, hal ini terkait dengan kemampuan perusahaan untuk mengakses modal yang berasal dari eksternal perusahaan. Status keuangan dan aksesibilitas modal eksternal perusahaan memiliki efek signifikansi pada operasi perusahaan seperti profitabilitas dan tambahan nilai (Viet et al., 2020).

Struktur modal perusahaan mengandung sebagian utang yang mendorong risiko gagal bayar dan tercermin dalam pola arus kas dan profitabilitasnya. Apabila tingkat profitabilitas semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Risiko ini bisa berbahaya jika utang perusahaan melampaui batas tertentu. Selain itu, konsekuensi dari kesulitan keuangan juga berbahaya bagi perusahaan; banyak perusahaan terpaksa menghentikan operasinya dan kondisi ini merupakan kondisi terburuk di negara-negara berkembang.

Studi empiris Collins et al., (2013) mendukung proposisi Donaldson

(1961) dan Allen (1993) menyatakan bahwa ketika profitabilitas perusahaan meningkat, minat untuk pendanaan eksternal menjadi lebih kecil karena dana internal akan tersedia untuk melaksanakan proyek-proyek jangka panjang. Lebih lanjut, perusahaan mempertahankan bahwa hanya ketika dana internal yang tersedia menjadi tidak mencukupi bahwa perusahaan harus mempertimbangkan sumber eksternal, lebih disukai pinjaman berjangka sebelum hutang jangka panjang, setelah itu menerbitkan ekuitas baru.

Kaplan & Zingales (1997) didukung riset Almeida & Campello (2007), aset yang dapat dijaminkan mendukung lebih banyak pinjaman, yang memungkinkan investasi lebih lanjut dalam aset yang dapat dijaminkan. Untuk mengetahui apakah perusahaan mengalami kesulitan keuangan, jika perusahaan mengalami financial constraint yang tinggi, maka mereka akan cenderung menggunakan arus kas yang lebih tinggi untuk investasi dan sebaliknya, karena mereka memiliki akses yang cukup ke sumber dana eksternal. Dengan demikian, tingkat arus kas akan mempengaruhi hubungan antara kesulitan keuangan dan keputusan investasi perusahaan (Hovakimian, 2009). Hasil sebaliknya dilaporkan oleh (Chen & Guariglia, 2013) menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara arus kas dan kesulitan keuangan.

Lin et al., (2011) dan Chen (2004) melaporkan bahwa biaya kesulitan keuangan yang diwakili oleh volatilitas sebuah perusahaan produktif memiliki hubungan yang sangat lemah dengan struktur modal, studi Moreno Badia & Sloomackers (2009) yang juga menunjukkan bahwa kesulitan keuangan tidak memiliki efek yang jelas pada produktifitas industry. Sebaliknya Ramlall (2009) dan Teker, Tasseven, dan Tukul (2009) mengemukakan hasil yang

sedikit berbeda, menunjukkan profitabilitas yang positif terkait hanya untuk kewajiban jangka panjang dan pinjaman jangka pendek, dan negatif terkait dengan komponen lain dari struktur modal.

Studi ini berusaha untuk menemukan bahwa jika perusahaan secara finansial terkendala dan arus kasnya sangat fluktuatif maka akan meningkatkan kepemilikan kas dan secara sukarela mengurangi tingkat investasi saat ini karena trade-off antar waktu antara investasi saat ini dan masa depan. Dengan demikian, hubungan positif antara kepemilikan kas dan volatilitas arus kas masa depan dan hubungan negatif antara investasi saat ini dan volatilitas arus kas masa depan diharapkan. Berdasarkan uraian latar belakang diatas maka yang menjadi masalah utama dalam penelitian ini "Apakah Aliran kas, profitabilitas dan kesulitan keuangan mempunyai pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dan apakah kesulitan keuangan memoderasi secara signifikan aliran kas, profitabilitas terhadap keputusan investasi pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

### **Teori Struktur Modal**

Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal) perusahaan, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan yang berasal dari sumber internal yaitu laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kredit merupakan hutang bagi perusahaan atau disebut dengan metode pembelanjaan dengan utang (*debt financing*). Dana yang diperoleh dari para pemilik, peserta atau

pengambil bagian dalam perusahaan merupakan modal sendiri perusahaan. Proporsi atau bauran dari penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Myers (1984), telah mengklasifikasikan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu perusahaan yang mengikuti *trade off theory* dan perusahaan yang mengikuti *pecking order theory*. Oleh karena itu keputusan struktur modal secara teoritis didasarkan pada kerangka *static trade-off* atau *balance theory* dan *pecking order theory*. Mendasarkan pada *balance theory*, perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Dan jika mendasarkan pada *pecking order theory*, perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama berdasarkan internal, laba ditahan, kemudian utang dan terakhir ekuitas. (Pangeran, 2000)

Berdasarkan teori Modigliani dan Miller, semakin besar utang yang digunakan, semakin tinggi nilai perusahaan. Model MM ini mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan penyeimbangan antara keuntungan penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang disebut *model trade-off* (Myers, 1984 ; Jensen & Meckling, 1979).

Pendanaan berdasarkan *pecking order theory*, dipengaruhi oleh adanya asimetrik informasi, biaya transaksi dan biaya emisi, sehingga cenderung mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984; Baskin, 1989). Biaya langsung dari laba ditahan akan lebih kecil dari penerbitan ekuitas baru karena adanya penghematan nyata pada *banker fees* dan perusahaan dapat mengurangi

dividend sekarang yang dapat dikenai pajak dengan membatasi penerbitan ekuitas. Disamping itu biaya transaksi umumnya lebih kecil untuk hutang dibandingkan penerbitan ekuitas. Kenyataan ini mendorong perusahaan untuk memilih pendanaan internal daripada pendanaan eksternal (Baskin, 1989). Untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan dana antara hutang atau ekuitas para manajer akan menerbitkan sekuritas yang berisiko paling kecil. *Pecking order* cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko yaitu retained earning, hutang dan terakhir penerbitan ekuitas.

### **Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*)**

Menurut Hery (2016) kesulitan keuangan (*Financial Distress*) merupakan suatu keadaan dimana sebuah perusahaan mengalami kesulitan untuk memenuhi kewajibannya, dimana pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi total biaya dan mengalami kerugian. Kesulitan keuangan (*financial distress*) merupakan suatu permasalahan yang terjadi dalam likuiditas perusahaan, sulit untuk dipecahkan jika tidak ada perubahan dari struktur perusahaan. Pada saat terjadinya kesulitan keuangan, perusahaan mengalami kekurangan modal kerja (*working capital*). Kekurangan modal kerja disebabkan oleh tingginya biaya operasi atau kewajibannya.

Perusahaan yang memasuki tahap kesulitan keuangan harus berhati-hati karena bisa saja mengalami kebangkrutan. Karena kebangkrutan tidak datang secara tiba-tiba, melainkan dalam proses yang cukup panjang. Namun dapat diselesaikan dengan menjual obligasi dan menerbitkan saham baru atau dengan menjamin ke perbankan. Dengan demikian, langkah yang dilakukan tersebut akan memperkuat likuiditasnya.

### a. Jenis-Jenis Kesulitan Keuangan

Ross et al. (2016) mengemukakan bahwa salah satu konsekuensi dari penggunaan hutang adalah kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) dapat dijelaskan dalam beberapa cara sebagai berikut:

1. *Business Failure* (Kegagalan bisnis)  
Situasi yang mengaku pada sebuah bisnis yang telah diberikan dengan meninggalkan kerugian bagi kreditor, namun tidak menutup kemungkinan perusahaan yang dimiliki dana dari ekuitas dapat mengalami kegagalan.
2. *Legal Bankruptcy* (Kegagalan secara hukum)  
Suatu perusahaan dikatakan mengalami kebangkrutan secara hukum apabila perusahaan secara resmi telah mengajukan tuntutan kepada pengadilan hukum sesuai dengan undang-undang yang berlaku.
3. *Technical Insolvency*  
Ketika sebuah perusahaan tidak mampu memenuhi utang secara teknis maka menunjukkan perusahaan sedang kekurangan likuiditas yang sementara, tetapi memungkinkan perusahaan untuk membayar bunga dan utang-utangnya. Tetapi disisi lain, technical insolvency merupakan tanda kegagalan awal ekonominya, dan kemungkinan bisa menjadi tanda pemberhentian pertama menuju kebangkrutan.
4. *Accounting Insolvency*  
Kondisi terjadi ketika nilai aset bersih perusahaan negatif dengan nilai buku liabilitas lebih besar daripada nilai buku total aset, maka dianggap palit secara akuntansi.

### b. Faktor Penyebab Kesulitan Keuangan

Ada dua jenis penyebab kesulitan keuangan yaitu kekuatan internal dan eksternal (Octaviani & Komalasarai, 2017). Faktor internal

merupakan bagian dari manajemen internal perusahaan. Faktor eksternal, di sisi lain adalah yang terkait langsung dengan variabel makro ekonomi atau operasi perusahaan. Faktor internal yang berkontribusi terhadap masalah keuangan yaitu:

1. Manajemen yang tidak efektif, yang mengakibatkan kerugian berkelanjutan. Inefisiensi disebabkan oleh kurangnya keterampilan, pengetahuan manajemen, dan pemborosan biaya.
2. Manajemen perusahaan telah menciptakan kerentanan yang dapat menyebabkan masalah keuangan.
3. Ketidakstabilan modal sebagai akibat dari kepemilikan utang.

Sedangkan penyebab eksternal yang berkontribusi terhadap keuangan yaitu:

1. Perubahan permintaan klien yang tidak dapat dipenuhi oleh perusahaan sehingga menyebabkan pelanggan melarikan diri dan mengakibatkan hilangnya pendapatan.
2. Hubungan yang tidak baik dengan kreditor yang dapat membahayakan kelangsungan hidup perusahaan.
3. Kesulitan memperoleh bahan baku karena vendor tidak menawarkan bahan baku (Nadhifah & Arif, 2020).

### c. Prediksi Kesulitan Keuangan

Kemampuan memprediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) memberikan keuntungan bagi banyak pihak, terutama investor dan kreditor. selain itu, prediksi kesulitan keuangan membantu memberikan instruksi kepada pihak terkait mengenai kinerja keuangan perusahaan, apakah perusahaan tersebut mengalami masalah keuangan atau tidak. Dalam penelitian ini prediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) di ukur dengan menggunakan model Altman Z-Score.

Adapun rumus Z-Score sebagai berikut :

$$Zscore = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Dimana:

$X_1$  = Modal Kerja/ Total Aset

$X_2$  = Laba Ditahan/ Total Aset

$X_3$  = Laba Sebelum Bunga dan Pajak / Total Aset

$X_4$  = Nilai Buku Modal Saham/ Nilai Buku Total Utang

$X_5$  = Penjualan/Total Aset

Dengan klasifikasi sebagai berikut:

- 1) Z-Score < 1,81 maka perusahaan dikategorikan potensial bangkrut.
- 2)  $1,81 < Z\text{-Score} \leq 2,99$  maka akan didefinisikan sebagai zona rawan bangkrut karena rentan terhadap kesalahan klasifikasi.
- 3) Z-Score > 2,99 maka perusahaan dalam keadaan sehat (tidak bangkrut).

Menurut Hennessy & Whited, (2007) kesulitan keuangan adalah kondisi dimana perusahaan memiliki akses kepada peluang investasi yang menguntungkan, tetapi perusahaan tersebut mengalami keterbatasan dana untuk mendanai peluang investasi yang ada dengan pembiayaan eksternal. Pembiayaan eksternal merupakan solusi bagi perusahaan untuk mempercepat proses produksi dan tetap mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Tingginya penggunaan dana eksternal, berdampak pada biaya utang lebih tinggi dari penghematan pajak maka berakibat perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) yang dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan.

Teori yang menerangkan tentang prioritas perusahaan mendapatkan sumber pendanaan berdasarkan *pecking order theory*, dipengaruhi oleh adanya asimetrik informasi, biaya transaksi dan biaya emisi, sehingga cenderung mendorong perilaku *pecking order* (Allen, 1993; Baskin, 1989). Biaya langsung dari laba ditahan akan lebih

kecil dari penerbitan ekuitas baru karena adanya penghematan nyata pada *banker fees* dan perusahaan dapat mengurangi dividend sekarang yang dapat dikenai pajak dengan membatasi penerbitan ekuitas. Disamping itu biaya transaksi umumnya lebih kecil untuk hutang dibandingkan penerbitan ekuitas. Kenyataan ini mendorong perusahaan untuk memilih pendanaan internal daripada pendanaan eksternal (Baskin, 1989). Untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan dana antara hutang atau ekuitas para manajer akan menerbitkan sekuritas yang berisiko paling kecil. *Pecking order* cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko yaitu retained earning, hutang dan terakhir penerbitan ekuitas.

Kondisi mahal nya sumber pendanaan eksternal dibandingkan dengan pendanaan dari internal, menyebabkan perusahaan mengalami keterbatasan keuangan (*financial constraint*). Keterbatasan keuangan yang dialami oleh perusahaan dalam membiayai peluang investasi banyak factor yang mempengaruhinya, kondisi perkreditan makro yang tidak kondusif, adanya resesi ekonomi dan kebijakan kredit perbankan yang tidak mendukung hal ini mengakibatkan kesulitan bagi perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan dari sumber eksternal. Alternatif lain yang dapat dilakukan perusahaan adalah menggunakan sumber pendanaan internal dalam mendanai peluang investasi bagi perusahaan.

Ding et al., (2010) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang dicirikan oleh modal kerja yang tinggi menunjukkan sensitivitas investasi yang tinggi dalam modal kerja terhadap arus kas (WKS) dan sensitivitas investasi yang rendah dalam modal tetap terhadap arus kas (FKS). Kendala pembiayaan eksternal yang parah, perusahaan-perusahaan dengan FKS rendah dan

WKS tinggi menunjukkan tingkat investasi tetap tertinggi. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen modal kerja yang baik dapat membantu perusahaan untuk mengurangi efek kendala pembiayaan pada investasi tetap.

Masalah informasi dapat menyebabkan pemilihan yang merugikan dan masalah moral hazard di pasar untuk keuangan eksternal. Selain itu, penggunaan pembiayaan utang yang ekstensif tidak sesuai untuk banyak perusahaan, terutama perusahaan yang proyeknya memiliki nilai agunan yang kecil karena spesifisitas aset. Masalah informasi asimetris cenderung lebih menonjol untuk perusahaan kecil. Beberapa studi empiris melaporkan bukti bahwa kendala pembiayaan memiliki dampak yang lebih besar pada perilaku investasi perusahaan kecil (Carpenter & Petersen, 2002).

### **Investasi perusahaan**

Pengertian Keputusan Investasi menurut Purnamasari, dkk dalam Fenandar, (2009:27) adalah “Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi”. Keputusan Investasi menurut Wijaya dan Wibawa (2010) adalah “Keputusan investasi keputusan sebagai komposisi antara aset yang dimiliki dan pilihan investasi dimasa yang akan datang”. Keputusan Investasi menurut Sutrisno (2003) adalah “Keputusan investasi merupakan keseluruhan proses perencanaan dan pengembalian keputusan berbagai bentuk investasi yang jangka waktu kembalinya modal lebih dari satu tahun” Dari pengertian di atas penulis dapat menyimpulkan bahwa keputusan investasi adalah keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan dengan pilihan investasi

dimasa akan datang dengan jangka waktu pengembalian lebih dari satu tahun.

### **Aliran Kas**

Arus kas sering dikaitkan dengan investasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan, yang bertujuan untuk meningkatkan pertumbuhan keuangan dan kemakmuran pemilik. Saat ini literatur tentang keuangan perusahaan hanya terfokus pada keberadaan pasar keuangan yang tidak sempurna dan pengaruhnya terhadap arus kas yang menentukan investasi. sensitivitas arus kas (*cash flow* dan *cash holding*) dan investasi dapat dikaitkan dengan dua istilah, *overinvestment* dan *underinvestment* Hovakimian (2009). *Overinvestment* adalah keadaan di mana arus kas dari investasi rendah dan *underinvestment* adalah keadaan di mana arus kas dari investasi tinggi.

Studi yang dilakukan oleh Hovakimian (2009) mengungkapkan bahwa pada arus kas yang rendah, manajer cenderung menginvestasikan lebih banyak sumber daya daripada yang mereka inginkan. Ini mungkin terjadi jika probabilitas investasi marjinal tidak rendah, ditunjukkan berdasarkan nilai rasio pasar terhadap buku dan arus kas. Sedangkan pada arus kas yang tinggi, tepatnya kondisi sebaliknya terjadi, manajer hanya melakukan investasi kecil yang mereka dapat mengendalikan kemungkinan kerugian finansial di masa depan. Selain itu, dalam studi mereka *overinvestment* dan *underinvestment* dikelompokkan dan tidak berdasarkan nilai saham, tetapi berdasarkan arus kas yang akan digunakan untuk melakukan investasi (Rialsa, 2016).

### **Profitabilitas**

Sumber internal lainnya salah satu dana yang dapat mendorong investasi perusahaan adalah profitabilitas perusahaan. Di samping itu

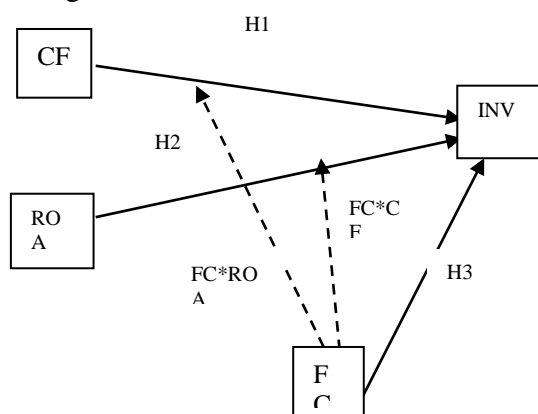


menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam kinerja tahun sebelumnya, profitabilitas juga menunjukkan ketersediaan dana untuk kegiatan operasi, termasuk untuk kegiatan investasi. Profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan atau laba dalam suatu periode waktu tertentu. Laba merupakan ringkasan hasil bersih aktifitas operasi usaha dalam periode tertentu yang dinyatakan dalam istilah keuangan.

Menurut Brigham dan Boustan (2010) definisi profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen asset dan hutang pada hasil operasi. Profitabilitas merupakan hitungan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Profitabilitas dimaksudkan untuk mengukur efisiensi pengguna aktiva perusahaan dan mungkin juga efisiensi ingin dikaitkan dengan penjualan yang berhasil diciptakan. Oleh karena itu, profitabilitas ini dapat memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan.

**Kerangka Pemikiran**

Berdasarkan landasan teori maka dapat di buat kerangka pemikiran sebagai berikut:



**Gambar 1:**  
**Kerangka Pemikiran**

Keterangan:

FC = Dummy Kesulitan keuangan (Z-Score)  
(1=Financially Constraint, 0=Financially Unconstraint)

CF = Cash Flow

ROA = Return on Asset

FC\*CF = interaksi antara Dummy Financial Constraint dengan Arus Kas

FC\*ROA= interaksi antara Dummy Financial Constraint dengan Return on Assets

**Hipotesis**

Berdasarkan pada teori-teori yang dikemukakan diatas maka dapat dirumuskan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

H1: Diduga Aliran Kas (sumber pendanaan internal) perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi.

H2: Diduga Profitabilitas berpengaruh positif terhadap keputusan Investasi

H3: diduga ada hubungan signifikan antara *financial Constraints* terhadap keputusan Investasi.

H4: Diduga Kesulitan keuangan (*Financial distress*) memoderasi (memperkuat) pengaruh sumber pendanaan internal ( arus kas) terhadap investasi.

H5: Diduga kesulitan keuangan (*Financial distress*) memoderasi (memperkuat) pengaruh profitabilitas terhadap keputusan investasi.

**METHODE PENELITIAN**

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2015 sampai dengan 2020 dengan data laporan keuangan yang diambil dari tahun 2014 sampai dengan 2021. Sampel dilakukan dengan metode

*purposive sampling* dengan tipe *judgment sample*. Tipe *judgment sample* merupakan salah satu tipe metode nonprobability sampel yang pemilihan sampelnya dilakukan berdasarkan pertimbangan dan kriteria tertentu. (Emory & Cooper, 1995; Sugiyono, 2005)

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia dan publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Jenis data yang digunakan berupa data sekunder dan *pooled data*. Data sekunder adalah data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain). Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan. *Pooled data* merupakan gabungan dari data *times series* dan *cross section*. (Umar, 2003)

**Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

Berdasarkan pada masalah dan hipotesis yang akan diuji, maka variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**a. Invesment**

Investment Investment (INV) is computed using following formula (Kaaro, 2004):

$$INV_t = \text{CashflowInvesment}_t / \text{NetFixedAsset}_{t-1}$$

**b. Kesulitan Keuangan (Financial Distress)**

Dalam hal ini adalah perusahaan memiliki kesulitan keuangan dan tidak memiliki kesulitan keuangan. Kemampuan memprediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) memberikan keuntungan bagi banyak pihak, terutama investor dan kreditur. selain itu, prediksi kesulitan keuangan

membantu memberikan instruksi kepada pihak terkait mengenai kinerja keuangan perusahaan, apakah perusahaan tersebut mengalami masalah keuangan atau tidak. Dalam penelitian ini prediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) di ukur dengan menggunakan model Altman Z-Score.

Adapun rumus Z-Score sebagai berikut:

$$Z \text{ Score} = 0,717 (X_1) + 0,847 (X_2) + 3,107 (X_3) + 0,42 (X_4) + 0,998 (X_5)$$

Dimana:

X<sub>1</sub> = Modal Kerja/ Total Aset

X<sub>2</sub> = Laba Ditahan/ Total Aset

X<sub>3</sub> = Laba Sebelum Bunga dan Pajak / Total Aset

X<sub>4</sub> = Nilai Buku Modal Saham/ Nilai Buku Total Utang

X<sub>5</sub> = Penjualan/Total Aset

Dengan klasifikasi sebagai berikut:

1. Z-Score < 1,81 maka perusahaan dikategorikan potensial bangkrut.
2. 1,81 < Z-Score ≤ 2,99 maka akan didefinisikan sebagai zona rawan bangkrut karena rentan terhadap kesalahan klasifikasi.
3. Z-Score > 2,99 maka perusahaan dalam keadaan sehat (tidak bangkrut).

**c. Cash Flow.**

Dalam penelitian ini sebagai proxi untuk pengukuran cash flow dalam penelitian ini menggunakan formula (Hovakimian, 2009) :

$$Cf = \frac{\text{NOPAT} + \text{Depreciation}}{\text{Total Number}}$$

Dimana:

CF = Operating Cash Flow

NOPAT = Net Operating Profit After Tax

Depreciation = Depreciation of Fixed Asset

Total Assets = Total Number of Assets Owned by the company

**d. Profitability**

Dalam penelitian ini proxi untuk pengukuran *profitabilitas* dengan

menggunakan rasio *Return on Asset* (ROA). Variability pendapatan perusahaan untuk melihat kemampuan perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan dengan keuntungan yang besar akan lebih sedikit memerlukan dana dari luar perusahaan dibandingkan perusahaan dengan keuntungan yang lebih kecil. Formula ROA sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

**Teknik Analisis Data**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini antara lain *cash flow*, *profitabilitas*, *kesulitan keuangan*, dan keputusan investasi. Analisis ini dilakukan untuk memperoleh data statistik pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat yang diteliti. Setiap hipotesis diuji dengan mengolah data dalam SPSS untuk membuktikan validitasnya pada tahap ini. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan pengujian hipotesis klasik, analisis regresi berganda, koefisien determinasi (R<sup>2</sup>), dan pengujian hipotesis.

**Perumusan Model**

Dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif sebagai alat analisis. Selanjutnya satu set data sampel dari beberapa periode akan dievaluasi menggunakan korelasi Model koefisien. Panel Regresi data dijalankan untuk menguji kekuatan hubungan antara keputusan investasi dan penentu potensinya. Data dikelompokkan ke dalam masing-masing sumber (Variable Panel: Perusahaan) dan terdaftar sesuai dengan jangka waktu masing-masing (Waktu Variable: tahun).

Regresi data panel akan mengambil bentuk sebagai berikut:

$$INV_{f,t} = \beta_1 CF_{f,t} + \beta_2 PROFIT_{f,t} + \beta_3 FC_{f,t} + \beta_4 CF*FC_{f,t} + \beta_5 PROFIT*FC_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

Keterangan:

- Y = Investasi
- α = Konstanta
- β<sub>1</sub>...β<sub>4</sub> = Koefisien Regresi
- X<sub>1</sub> = *Cash Flow*
- X<sub>2</sub> = *Profitabilitas*
- Z = *Financial Constraint*
- ε = standar error

**Uji Hipotesis**

Pada dasarnya menguji hipotesis ini berarti membuat kesimpulan sementara untuk menyanggah atau membenarkan masalah yang sedang diselidiki. Hipotesis nol dan alternatif diidentifikasi sebagai sarana kesimpulan awal. Langkah-langkah analisisnya adalah sebagai berikut; Pengujian hipotesis dalam penelitian ini terdiri dari tiga tahap yaitu pengujian parsial (uji-t), pengujian simultan (uji-F), dan pengujian keputusan (R<sup>2</sup>).

**Hasil penelitian dan pembahasan**

Analisis deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran (deskripsi) mengenai suatu data agar data yang tersaji menjadi mudah dipahami. Hasil statistik data dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat dalam tabel di bawah ini

**Tabel 1**  
**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ZSCORE	336	.01	3.57	1.1702	.59401
ROA	336	-.43	.92	.0788	.12824
LOGCF	336	-2.64	12.51	9.0976	2.45844
INVESTMENT	336	-7.69	1.53	-.2384	.65663
Valid N (listwise)	336				

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa N atau jumlah data setiap variable berjumlah 336 dan pada deskripsi data diatas menunjukkan besaran nilai minimum, dan maximum, rata-rata dan standar deviasi. Nilai rata-rata dari Z Score sebesar 1.1702, nilai minimum sebesar 0.01, nilai maksimum sebesar 3.57 dan standar

deviasi sebesar 0.59401 . Selanjutnya nilai rata-rata dari ROA sebesar 0.0788, nilai minimum sebesar -0.43, nilai maksimum sebesar 0.92 dan standar deviasi sebesar 0.12824. Untuk nilai rata-rata dari LOGCF sebesar 9.0976, nilai minimum sebesar -2.64, nilai maksimum sebesar 12.51 dan standar deviasi sebesar 2.45844. Berikutnya nilai rata-rata dari INVESTMENT sebesar -0.2384, nilai minimum sebesar -7.69, nilai maksimum sebesar 1.53 dan standar deviasi sebesar 0.65663.

**Hasil Uji Moderating Regression Analysis (MRA)**

Model Regresi yang di gunakan untuk menguji pengaruh moderasi yaitu dengan model nilai selisih mutlak dari variable independent. Model ini lebih disukai dikarenakan kombinasi variable independent diharapkan dapat memberikan pengaruh yang membuat Keputusan Investasi meningkat.

**Analisis Koefisien Determinasi**

Berdasarkan tampilan output SPSS di bawah ini menunjukkan nilai Adjusted R2 yang tinggi yaitu 95%. Hal ini berarti variabilitas Keputusan Investasi dapat di jelaskan oleh variable Aliran Kas (ZLOGCF), Profitabilitas (ZROA), Kesulitan keuangan (ZZScore), AbsZSc\_CF dan AbsZSc\_ROA lebih kurang sebesar 95% dan sebanyak 5 % di jelaskan oleh variable lain di luar model ini. Sehingga bisa kita simpulkan bahwa model yang kita gunakan cukup baik.

**Tabel 2**  
**Analisis Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.329 <sup>a</sup>	.108	.095	.62472

a. Predictors: (Constant), AbsZSc\_CF, Zscore(ROA), AbsZSc\_ROA, Zscore(LOGCF), Zscore(ZSCORE)

**Uji Signifikansi Simultan**

Untuk mengetahui apakah variabel aliran kas, Profitabilitas dan Kesulitan keuangan secara Bersama sama berpengaruh terhadap Keputusan Investasi maka hasil uji Anova atau F test dapat di pakai untuk mengetahuinya. Lebih lanjut melalui table Anova di bawah ini memperlihatkan nilai F hitung sebesar 8,103 dengan tingkat signifikansi 0,000 jauh di bawah 0,05. Hal ini berarti bahwa variable Independen Aliran Kas (ZLOGCF), Profitabilitas (ZROA), Kesulitan keuangan (ZZScore), AbsZSc\_CF dan AbsZSc\_ROA secara simultan mempengaruhi Keputusan Investasi.

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Signifikansi Simultan**  
ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
<i>Regression</i>	15.812	5	3.162	8.103	.000 <sup>b</sup>
1 <i>Residual</i>	130.353	334	.390		
<i>Total</i>	146.165	339			

a. Dependent Variable: INVESTMENT

b. Predictors: (Constant), AbsZSc\_CF, Zscore(ROA), AbsZSc\_ROA, Zscore(LOGCF), Zscore(ZSCORE)

**Uji Signifikansi Parameter Individual**

Selanjutnya untuk mengetahui secara bagaimana pengaruh parsial variable Independen Aliran Kas (ZLOGCF), Profitability (ZROA), Kesulitan keuangan (ZZScore), AbsZSc\_CF dan AbsZSc\_ROA terhadap Keputusan Investasi maka hasil tampilan SPSS di bawah ini dapat terlihat bahwa variable Profitability (ZROA) memberikan nilai koefisien - 0,111 dengan probabilitas 0,002. Lebih lanjut variable Kesulitan keuangan (ZZScore) memberikan nilai koefisien 0,118 dengan nilai signifikansi 0,003. Berdasarkan hasil tersebut dapat di simpulkan bahwa variabel Profitabilitas

(ZROA) dan Kesulitan keuangan (ZZScore) berpengaruh signifikan terhadap Keputusan Investasi.

Lebih lanjut untuk mengetahui apakah variable Kesulitan Keuangan (ZZScore) dapat memoderasi pengaruh Profitabilitas (ZROA) terhadap Keputusan Investasi dapat dilihat melalui Variabel moderasi AbsZSc\_ROA yang memiliki nilai signifikansi 0,000 yang jauh di bawah 0,05. Temuan ini menunjukkan bahwa variable Moderasi Kesulitan keuangan (AbsZSc\_ROA) mampu memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Investasi. Sedangkan variable moderasi berikutnya yaitu AbsZSc\_CF memberikan nilai signifikansi jauh diatas 0,05 yaitu sebesar 0,613. Dan ini menunjukkan bahwa Kesulitan keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh Arus Kas terhadap Keputusan Investasi.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	:	
1' Constant)	-.099	.069			
Zscore(ROA)	-.111	.036	-.169	-3.103	.002
Zscore(LOGCF)	-.060	.037	-.091	-1.634	.103
Zscore(ZSCORE)	.118	.039	.179	3.035	.003
AbsZSc_ROA	-.200	.039	-.282	-5.076	.000
AbsZSc_CF	.025	.049	.029	.507	.613

a. Dependent Variable: INVESTMENT

Sumber: Pengolahan data 2023

**Pembahasan.**

Hipotesa 1 (H1) menyatakan Profitabilitas memengaruhi secara signifikan negative terhadap keputusan investasi bagi perusahaan manufaktur diterima, dapat dilihat dari nilai signifikansi 0.002 lebih kecil dari  $\alpha=0.05$ . Profitabilitas di hitung variability pendapatan perusahaan untuk melihat kemampuan perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan dengan

profitabilitas yang tinggi akan lebih sedikit memerlukan dana dari luar perusahaan dibandingkan perusahaan dengan profitabilitas yang lebih kecil. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, tingkat ketergantungan dengan sumber pendanaan dari eksternal semakin menurun. hal ini sesuai dengan teori packing order (Myers (1984), menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (asymmetric information) diantara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan memiliki hierarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, hutang, hutang kemudian saham. selama perusahaan masih memiliki dana internal yang cukup untuk investasi maka perusahaan akan menggunakan dana internal.

Variability pendapatan perusahaan yang meningkat, tetapi kondisi Perusahaan diprediksi diambang kebangrutan dapat menurunkan keputusan investasi bagi perusahaan. Hal ini dapat dipahami perusahaan yang diteliti berapa pada masa covid, dimana sebagian perusahaan mengalami penurunan pendapat,

Hipotesa 2 (H2) menyatakan *Cash Flow* tidak memengaruhi secara signifikan terhadap keputusan investasi, sehinggal Hipotesa 2 (H2) di tolak. Arah hubungan yang negative dapat diartikan bahwa cash flow yang meningkat tidak berdampak pada menurunnya keputusan untuk berinvestasi. Arus s (*Cash flow*) menggambarkan kegiatan suatu perusahaan apakah dalam keadaan sehat atau dalam keadaan mengkhawatirkan, sehingga investor dapat menilai apakah perusahaan layak dijadikan tempat berinvestasi. Hal ini kemungkinan terjadi perusahaan yang diteliti pada saat masa covid, sebagian perusahaan dengan kondisi ini ada yang keuntungannya meningkat tajam, tetapi ada juga yang

mengalami penurunan. Sehingga keinginan untuk berinvestasi juga kecil. Penelitian ini sejalan dengan Masruroh (2020) mendapatkan temuan bahwa arus kas berpengaruh negatif terhadap financial distress. Didukung penelitian Nukmaningtyas & Worokinasih (2018) mendapat temuan bahwa arus kas tidak berpengaruh signifikan terhadap kondisi *financial distress*.

Penelitian yang dilakukan Rinofah (2018) menyatakan penerimaan *cash flow* dapat digunakan sebagai modal untuk membiayai operasional bisnis mengubah *cash flow* positif menjadi likuiditas perusahaan arus kas merupakan sumber pendanaan internal. Dari hasil penelitian yang dilakukan Zaki (2013); Rokhmawati (2017); Rinofah (2018); Sari & Leon (2020); dan Nugroho (2020) menyatakan bahwa *cash flow* berpengaruh positif terhadap investasi. Namun menurut hasil penelitian Perwitasari (2021) menegaskan *cash flow* memiliki dampak negatif terhadap investasi. Untuk investor harus mengetahui rasio kas perusahaan yang ingin mereka investasikan saat membeli saham perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia).

Studi yang dilakukan oleh Hovakimian (2009) mengungkapkan bahwa pada arus kas yang rendah, manajer cenderung menginvestasikan lebih banyak sumber daya daripada yang mereka inginkan. Ini mungkin terjadi jika probabilitas investasi marjinal tidak rendah, ditunjukkan berdasarkan nilai rasio pasar terhadap buku dan arus kas. Sedangkan pada arus kas yang tinggi, tepatnya kondisi sebaliknya terjadi, manajer hanya melakukan investasi kecil yang mereka dapat mengendalikan kemungkinan kerugian finansial di masa depan. Selain itu, dalam studi mereka *overinvestment* dan *underinvestment* dikelompokkan dan tidak berdasarkan

nilai saham, tetapi berdasarkan arus kas yang akan digunakan untuk melakukan investasi (Rialsa, 2016).

Kaplan & Zingales (1997) mengatakan bahwa kesulitan keuangan dapat terjadi jika perusahaan menghadapi perbedaan yang signifikan antara biaya modal dari dana internal dan biaya modal dari dana eksternal. Definisi ini memberikan kerangka kerja yang berguna untuk membedakan perusahaan menjadi dibatasi secara finansial dan tidak dibatasi secara finansial. Perusahaan dengan kesulitan keuangan adalah ditandai dengan sulitnya memperoleh dana dari sumber eksternal (Kaplan & Zingales, 1997). Oleh karena itu, keterbatasan tersebut pada akhirnya akan menghambat kemampuan perusahaan untuk berinvestasi, sehingga perusahaan yang terkendala akan sangat bergantung pada arus kas (dana internal). Sebaliknya, *unconstrained firm* memiliki fleksibilitas terhadap sumber pendanaannya sehingga memiliki akses pendanaan eksternal. Akhirnya, mereka kurang bergantung pada dana internal ( arus kas). Hal ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang dibatasi akan memiliki beta (sensitivitas arus kas atas investasi) yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak dibatasi.

Hipotesa 3 (H3) menyatakan kesulitan keuangan (Zscore) berpengaruh secara signifikan positif terhadap keputusan untuk berinvestasi. Hal ini dapat dilihat pada nilai p-value 0.003 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05. Kesulitan keuangan (Z-score) yang meningkat, jika tidak segera di benahi akan berdampak kemungkinan perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Dalam kondisi kesulitan keuangan ini Perusahaan membutuhkan dana untuk memulihkan kondisi keuangannya. Perusahaan yang memasuki tahap kesulitan keuangan harus berhati-hati

karena bisa saja mengalami kebangkrutan. Karena kebangkrutan tidak datang secara tiba-tiba, melainkan dalam proses yang cukup panjang. Namun dapat diselesaikan dengan menjual obligasi dan menerbitkan saham baru atau dengan menjamin ke perbankan. Dengan demikian, akan memperkuat likuiditasnya. Sehingga hipotesa H3 yang menyatakan tingkat kesulitatan keuangan (z-score) yang meningkat berdampak secara signifikan positif terhadap peningkatan kebutuhan pendanaan juga semakin tinggi, hal ini dibutuhkan untuk memulihkan dan memperkuat likuidasi Perusahaan.

Z-score yang tinggi menandakan bahwa perusahaan dalam kondisi bertendensi menuju kebangkrutan, oleh karena itu **Hipotesa 4 (H4)** yang menyatakan bahwa z-score memoderasi (melemahkan) profitabilitas terhadap keputusan investasi, berpengaruh signifikan diterima. Tingkat z-score yang tinggi menandakan perusahaan dalam 2 tahun bertendensi akan mengalami kebangkrutan, jika tidak dikelola dengan baik. Profitabilitas perusahaan yang meningkat, dengan kondisi tingkat kebangkrutan (z-score) yang rendah, akan mempengaruhi keputusan investasi yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan profitabilitas yang meningkat, kemungkinan mengalami kebangkrutan kecil, tetapi apabila perusahaan memiliki z-score yang tinggi, berdampak pada kemampuan perusahaan untuk berinvestasi menurun. Hal ini dikarenakan perusahaan harus melakukan restrukturisasi agar perusahaan dapat menurunkan z-score nya.

Hipotesa 5 (H5) menyatakan kesulitatan keuangan (Z-score) memoderasi Cash Flow terhadap keputusan investasi pada Perusahaan

manufaktur di Indonesia tidak signifikan berpengaruh terhadap keputusan investasi, sehingga hipotesa 5 (H5) di tolak. *Cash Flow* memberikan informasi kepada kreditur dan investor dalam membantu mereka menilai potensi perusahaan untuk menghasilkan arus kas bersih di masa depan (Perwitasari 2021). *Cash flow* memberikan wawasan tentang pendanaan dan penggunaan sumber daya perusahaan dan menilai kapasitas perusahaan untuk melaksanakan tugas. Sebaliknya, ketersediaan sumber dana internal dan eksternal pada tahun-tahun dengan arus kas tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan yang sensitif terhadap Cash Flow tidak hanya meningkatkan investasi modal mereka tetapi juga untuk menambah modal kerja bersih mereka. Modal kerja bersih yang besar akan dibarengi dengan arus kas yang tinggi pula. Meskipun pola yang terjadi pada perusahaan-perusahaan yang tidak sensitif terhadap CF serupa, besarnya jauh lebih rendah.

Peluang pertumbuhan perusahaan mungkin lebih rendah pada periode arus kas rendah dan lebih tinggi pada periode arus kas tinggi, sehingga mendorong korelasi positif antara arus kas dan pendanaan eksternal, seperti yang dikemukakan oleh Moyan (2004). Faktanya, persepsi pasar terhadap peluang pertumbuhan perusahaan tampaknya lebih tinggi ketika arus kas tinggi. Kurangnya investasi pada tahun-tahun dengan arus kas rendah dan investasi berlebihan pada tahun-tahun dengan arus kas tinggi menunjukkan bahwa sensitivitas arus kas investasi dikaitkan dengan redistribusi investasi tepat waktu yang signifikan secara statistik dan ekonomi. Untuk memperkirakan apakah ini Pergeseran waktu investasi signifikan secara ekonomi, kami menghitung rata-rata



periode arus kas rendah dan tinggi sebagai proksi distorsi waktu.

## SIMPULAN

Berdasarkan hasil pembahasan penelitian ini dapat disimpulkan:

1. Hipotesa 1 (H1) profitabilitas memengaruhi secara signifikan negatif terhadap keputusan investasi bagi perusahaan manufaktur diterima, variability pendapatan perusahaan yang meningkat, tetapi kondisi Perusahaan diprediksi diambang kebangkrutan dapat menurunkan keputusan investasi bagi perusahaan.
2. Hipotesa 2 (H2) *Cash Flow* tidak memengaruhi secara signifikan terhadap keputusan investasi, sehingga Hipotesa 2 (H2) di tolak. Arah hubungan yang negative dapat diartikan bahwa cash flow yang meningkat tidak berdampak pada menurunnya keputusan untuk berinvestasi. Arus kas (*Cash flow*) menggambarkan kegiatan suatu perusahaan apakah dalam keadaan sehat atau dalam keadaan mengkhawatirkan, sehingga investor dapat menilai apakah perusahaan layak dijadikan tempat berinvestasi.
3. Hipotesa 3 (H3) kesulitan keuangan berpengaruh secara signifikan positif terhadap keputusan untuk berinvestasi diterima. Prediksi kebangkrutan (Z-score) yang meningkat, jika tidak segera di benahi akan berdampak kemungkinan perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Dalam kondisi kesulitan keuangan ini Perusahaan membutuhkan dana untuk memulihkan kondisi keuangannya.
4. Hipotesa 4 (H4) bahwa kesulitan keuangan (z-score) memoderasi (melemahkan) profitabilitas terhadap keputusan investasi, berpengaruh signifikan diterima. Tingkat z-score yang tinggi menandakan perusahaan dalam 2 tahun bertendensi akan

mengalami kebangkrutan, jika tidak dikelola dengan baik. Profitabilitas perusahaan yang meningkat, dengan kondisi tingkat kebangkrutan (z-score) yang rendah, akan mempengaruhi keputusan investasi yang rendah.

5. Hipotesa 5 (H5) kesulitan keuangan (Z-score) memoderasi Cash Flow terhadap keputusan investasi tidak signifikan berpengaruh terhadap keputusan investasi, sehingga hipotesa 5 (H5) di tolak. *Cash Flow* memberikan informasi kepada kreditur dan investor dalam membantu mereka menilai potensi perusahaan untuk menghasilkan arus kas bersih di masa depan (Perwitasari 2021).

Penelitian ini membahas kendala keuangan berfokus pada prediksi kebangkrutan dgn proksi Z score, untuk penelitian yang akan dengan model yang menggunakan ukuran kendala keuangan (KZ,). Hasil kami menunjukkan bahwa model yang hanya menggabungkan rasio akuntansi tidak cukup untuk prediksi default yang efektif, sementara kebutuhan untuk menggabungkan informasi tingkat perusahaan dan faktor lingkungan lainnya disorot dengan jelas. Saran untuk peneliti selanjutnya

## Daftar Pustaka

- Allen, D. E. (1993). The pecking order hypothesis: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 3(2), 101–112. <https://doi.org/10.1080/758532828>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Azmat, Q. ul ann, & Iqbal, A. M. (2017). The role of financial constraints on precautionary cash holdings:



- Evidence from Pakistan. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 30(1), 596–610. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1305770>
- Bank of Indonesia. (2020). Indonesia Economic Report 2020 “Synergy to Build Optimism for Economic Recovery.” *Bersinergi Membangun Optimisme Pemulihan Ekonomi*, 112. [https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan-tahunan/perekonomian/Documents/9\\_LPI2020.pdf](https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan-tahunan/perekonomian/Documents/9_LPI2020.pdf)
- Baskin, J. (1989). Tests of Capital Structure Order Hypothesis Pecking. *Financial Management*, 18(1), 26–35.
- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). *Is the growth of small firms constrained by internal finance?*, *{The} {Review} of {Economics} and {Statistics}*. 84(2), 298–309. <https://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/003465302317411541>
- Chen, M., & Guariglia, A. (2013). Internal financial constraints and firm productivity in China: Do liquidity and export behavior make a difference? *Journal of Comparative Economics*, 41(4), 1123–1140. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.05.003>
- Collins, S. O., Clement, A. A., & Funke, A. R. (2013). Profitability and Debt Capital Decision: A Reconsideration of the Pecking Order Model. *International Journal of Business and Management*, 8(13). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n13p24>
- Ding, S., Guariglia, A., & Knight, J. (2010). *Durham Research on-line*. 39(0), 1–39.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *Journal of Finance*, 62(4), 1705–1745. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01255.x>
- Hovakimian, G. (2009). Determinants of Investment Cash. *Financial Management*, 38(1), 161–183.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–213. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Karas, M., & Režňáková, M. (2021). The role of financial constraint factors in predicting SME default. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 16(4), 859–883. <https://doi.org/10.24136/eq.2021.032>
- Le, T. N., Le, L. H., Duong, B. T., Hoang, A. T. T., Tran, V. T. T., & Nguyen, T. T. T. (2022). The influence of female leadership on the cash holdings of listed companies in Vietnam. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 9(8), 55–64. <https://doi.org/10.21833/ijaas.2022.08.007>
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2019). Asymmetric Information, Debt Capacity, and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(1), 31–

59.  
<https://doi.org/10.1017/S0022109018000443>
- Lin, C., Ma, Y., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 416–431.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.06.001>
- Moreno Badia, M., & Slootmaekers, V. (2009). The Missing Link Between Financial Constraints and Productivity. *IMF Working Papers*, 09(72), 1.  
<https://doi.org/10.5089/9781451872194.001>
- Musso, P., & Schiavo, S. (2008). The impact of financial constraints on firm survival and growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18(2), 135–149.  
<https://doi.org/10.1007/s00191-007-0087-z>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575.  
<https://doi.org/10.2307/2327916>
- Rialsa, H. (2016). *Cash Flow, Profitability, Financial Constraint, and Investment in Indonesia*. 1(1), 20–28.
- Viet, H. N., Quynh, H. H., & Trung, T. T. (2020). Impact of financial constraints on the development of Vietnam's firms. *Management Science Letters*, 10(8), 1683–1692.  
<https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.1.012>
- Ahmed, Sheikh, Nadeem and Zongjun, Wang. 2011." *Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing Industry of Pakistan*". *Managerial Finance*. Vol 37-2: pp. 117-133
- Brigham, E.,F., and Gapenski, L.,C. 1996. *Intermediate Financial Manajement*. The Dryden Press.
- Bayless, E.M. and Diltz, D.J. 1994. *Sekurities Offerings and Capital Structure Theory*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21, 77-91.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. 2001. "Capital structures in developing countries", *The Journal of Finance*, Vol. LVI No. 1, pp. 87-130.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. 2000. *Capital structure and its determinants in the United Kingdom: A decomposition analysis* (Working Paper No. 2000/2). Glasgow, UK: University of Glasgow, Department of Accounting and Finance.
- Cooper. D., R., and Emory. C.,W. 1995. *Business Research Methods*. 5<sup>th</sup> ed. IRWIN.
- Clifford F.,Thies and Mark S.,Klock. 1992. *Determinants of Capital Structure*. *The Review of Financial*, (Spring) : 40-50.
- Chen, J.J. 2004. "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", *Journal of Business Research*, Vol. 57, pp. 1341-51.
- Chen, J., and Strange, R. 2005. "The Determinants of Capital Structure: Evidence From Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructuring*. 38:11-35.
- Chen, Li-Ju;Chen Yu, 2011."How The Pecking Order Theory Explain Capital Structure". *Jurnal of International Manajemen Studies*, 2: 1-9
- Degryse, Hans,; Peter de Goeij, Peter Kappert. 2012. "The Impact of

- Firm and Industry Characteristics on Small Firms Capital Structure*". *Small Bus Econ.* 38;431-447
- Ferri, M. G. and Jones, W. H. 1979. *Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach*. *Journal of Finance* 34 (June) : 631-644.
- Fama, E.F. and French, K.R. 2002. "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", *The Review of Financial Studies*, Vol. 15 No. 1, pp. 1-33.
- Fitim Deari and Media Deari, 2009."Determinants of Capital Structure Case of Companies Listed on Zagreb Stock Exchange". *Zagreb International Review of Economics & Business*. Vol. 3-1: pp 65-78
- Homaifar, G., J. Zietz., and O. Benkato. 1994. *An Empirical Model of Capital structure : Some New Evidence*. *Journal of Business Finance and Accounting* 21, 1-14.
- Harris, M and Raviv, A. 1991. *The Theory of Capital structure*. *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Husnan,S., dan Pudjiastuti, E. 1998. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kedua UPP AMP YKPN.
- Jensen, M. C and Meckling, W. H. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360.
- Myers, S., and N. Majluf. 1984. *Corporate Financing and Investment Decision When Firms have Information Investors do not have*. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, S. 1984. *The Capital Structure Puzzle*. *Journal of Finance* 39, 575-592.
- Marsh, P. 1982. *The Choice Between Debt and Equity: An Empirical Study*. *Journal of Finance* . 121-144.
- Mazur, K. 2007. "The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies", *International Advances in Economic Research*, Vol. 13, pp. 495-514.
- Ozkan, A. 2001. "Determinants of Capital Structure an Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.28(1-2), pp 175-198.
- Riyanto, B. 1992. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada.
- Rafiq, M., Iqbal, A., & Atiq, M. 2008. *The determinants of capital structure of the chemical industry in Pakistan*". *Lahore Journal of Economics*, 13(1), 139–158.
- Sekaran. U. 1992. *Research Methods For Business: a skill-building approach*. 2<sup>nd</sup> ed. John Wiley & Sons, Inc.
- Shah, A., & Hijazi, S. T. 2004. "The determinants of capital structure of stock exchange-listed non-financial firms in Pakistan". *Pakistan Development Review*, 43(4), 605–618.
- Shah, A., & Khan, S. 2007. Determinants of capital structure: Evidence from

- Pakistani panel data.  
*International Review of Business Research Papers*, 3(4), 265–282.
- Titman, S. and Wessels, R. 1988. *The Determinants of Capital Structure Choice*. *Journal of Finance* 43 (March): 1-19.
- Viviani, J. 2008. “*Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry*”, *International Journal of Wine Business Research*, Vol. 20 No. 2, pp. 171-94.
- Wald, J. 1999. *How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*, *Journal of Financial Research* 22, 161–187.
- Yasmin, Javid, Attiya and Qaisar Imad, 2012. “*A Decomposition Analysis of Capital Structure : Evidence From Pakistan’s Manufacturing Sektor*”. *The Lahore Journal of Economics*, 17-1 : pp 1-31