

# Efek Kendala Keuangan dalam Memoderasi Keputusan Investasi dari Pendanaan Internal

**Emerensiana\***

*Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga*

## ARTICLE INFO

### *Article history:*

Received 01 December 2019

Received in revised form 31 December 2019

Accepted 15 January 2020

Available online 26 February 2020

### *Kata Kunci:*

*Kendala Keuangan, Arus Kas, Keputusan Investasi*

### *Keywords:*

*Financial Constrains, Cash Flow, Investment Decision*

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana efek kendala keuangan dalam memoderasi keputusan investasi dari sumber pendanaan internal. Penelitian ini menggunakan laporan tahunan perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) pada tahun 2016 sampai 2018. Sensitivitas kendala keuangan diukur menggunakan *financial constrains*, *cash flow*, *leverage*, *size*, *sale*, *DPR* dan *investasi*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kendala keuangan pada perusahaan berpengaruh terhadap keputusan investasi dari sumber pendanaan internal ( arus kas). Perusahaan dengan kendala keuangan akan menghindari akses dana eksternal dan mengutamakan dana internal untuk kegiatan investasinya.

## ABSTRACT

This study aims to determine how the effects of financial constraints in moderating investment decisions from internal funding sources. This research uses the annual report of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2016-2018. The sensitivity of financial constraints is measured using financial constraints, cash flow, leverage, size, sale, DPR and investment. The results of this study indicate that financial constraints on companies affect investment decisions from internal funding sources (cash flow). Companies with financial constraints will avoid access to external funds and prioritize internal funds for their investment activities.

*Copyright © Universitas Pendidikan Ganesha. All rights reserved.*

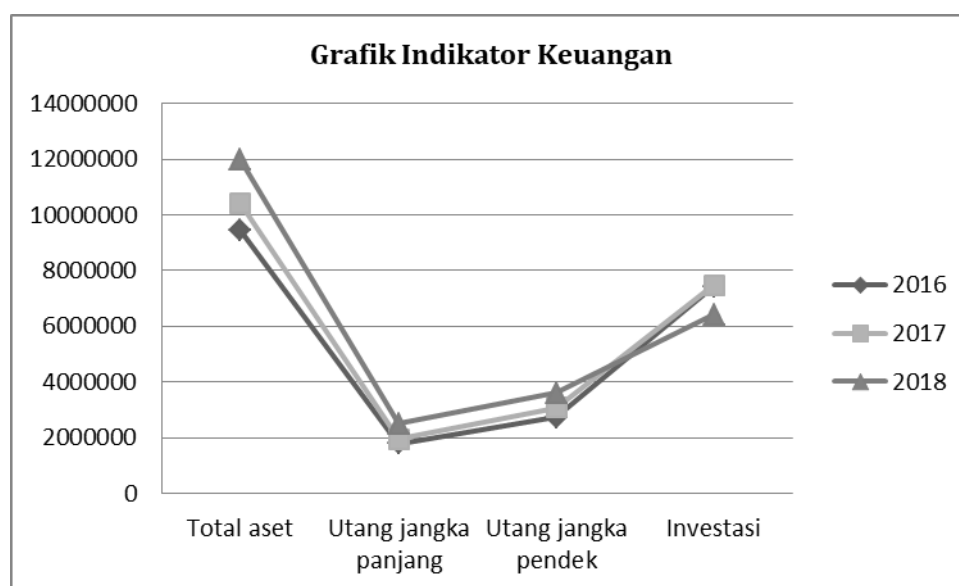
\* Corresponding author.

E-mail addresses: [emerensiana888@gmail.com](mailto:emerensiana888@gmail.com) (Emerensiana)

## 1. Pendahuluan

Dewasa ini, investasi menjadi pilihan bagi manajer untuk pengelolaan keuangan perusahaan. Kennedy *et al.*, (2015) mengatakan bahwa seorang manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalisir biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Keputusan investasi menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun luar perusahaan dalam berbagai bentuk investasi (Prihatin *et al.*, 2012).

Indonesia memiliki potensi ekonomi yang tinggi sehingga mulai mendapat perhatian dari dunia internasional. Beberapa tahun terakhir, pemerintah pusat berperan aktif dalam mendukung perekonomian Indonesia untuk mengekang ketergantungan pada ekspor komoditas sekaligus meningkatkan peran industri manufaktur dalam perekonomian. Hal ini dilakukan agar dapat mencapai target pertumbuhan ekonomi yang ditentukan. Dengan ditopang oleh stimulus fiskal, dampak positif pelonggaran kebijakan moneter dan makroprudensial membuat ekonomi Indonesia mulai meningkat. Kondisi ini berdampak pada pertumbuhan beberapa indikator keuangan. Pertumbuhan dapat dilihat pada gambar berikut :



Gambar 1. Pertumbuhan Investasi

Sumber : IDX (2019)

Gambar 1. menunjukkan bahwa dari tahun 2016 hingga 2018 total aset, hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang mengalami peningkatan. Berbeda dengan investasi yang mengalami kenaikan dari tahun 2016 ke 2017 dan mengalami penurunan pada tahun 2018. Gambar tersebut juga menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara jumlah hutang jangka panjang dan jangka pendek. Perusahaan cenderung menggunakan hutang jangka pendek dibandingkan jangka panjang. Menariknya, meski total aset mengalami kenaikan secara bertahap dari tahun 2016 hingga 2018, namun hal tersebut tidak mempengaruhi kondisi rata-rata perusahaan. Manajer lebih memilih menggunakan hutang jangka pendek dan jangka panjang untuk meningkatkan produksi sehingga kondisi ini tidak berdampak pada tingkat investasi.

Dalam sebuah perusahaan, investasi menjadi hal yang penting karena nilai perusahaan akan maksimal jika melakukan realisasi kegiatan investasi (Rokhmawati, 2017). Dalam penelitiannya, Khan dan Adom (2015) mengungkapkan bahwa jumlah investasi memiliki kaitan erat dengan keputusan pembiayaan karena berimplikasi terhadap modal biaya. Keputusan pembiayaan melibatkan asal sumber dana yang dapat bersumber dari internal maupun eksternal.

Banyak studi yang telah dilakukan menemukan hasil yang beragam. Para peneliti sebelumnya mengklasifikasikan perusahaan-perusahaan tersebut menjadi dua, yaitu perusahaan dengan pendanaan terbatas dan pendanaan tidak terbatas. Penelitian Vogt (1994) yang memberikan hasil bahwa perusahaan terbatas memiliki beta lebih tinggi daripada perusahaan tidak terbatas. Beta yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan terbatas lebih mengandalkan dana internal untuk membiayai investasi yang dipengaruhi oleh informasi asimetris. Informasi asimetris terjadi karena informasi tentang kondisi

perusahaan yang dimiliki oleh manajemen dan informasi yang dipegang oleh kreditor tidak sama (Ehrhardt dan Brigham, 2014). Semakin tinggi tingkat informasi asimetris, semakin besar kendala perusahaan untuk mengakses pendanaan eksternal. Fazzari *et al.*, (1988) menjelaskan bahwa perusahaan yang menghadapi kendala keuangan ketika sumber pendanaan eksternal menjadi sangat mahal, sehingga perusahaan hanya dapat menggunakan sumber dana internal untuk membiayai investasi. Dengan demikian, perusahaan terbatas akan sangat bergantung pada ketersediaan pendanaan internal atau arus kas yang dihasilkan dari kegiatan operasi perusahaan.

Berbeda dengan hasil yang ditemukan oleh Kaplan dan Zingales (2000) yang mengatakan bahwa perusahaan yang tidak dibatasi memiliki beta yang lebih tinggi daripada perusahaan yang dibatasi. Perusahaan lebih memilih pendanaan internal terlebih dahulu, dan apabila memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan mempergunakan hutang sebelum penerbitan saham baru (Myers dan Majluf, 1984). Kaplan dan Zingales (1997) mengatakan bahwa manajer perusahaan yang tidak dibatasi dapat menghindari risiko dalam memutuskan investasi yang tepat bagi perusahaannya. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil studi yang dilakukan Rokhmawati (2017) yang memaparkan bahwa perusahaan tidak dibatasi memilih untuk tidak menggunakan dana eksternal sebagai pembiayaan investasi perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan dana yang tidak terbatas lebih mengandalkan dana internal dibandingkan eksternal untuk membiayai investasinya.

Penelitian yang dilakukan oleh Rokhmawati (2017) menemukan hasil bahwa arus kas perusahaan yang tidak dibatasi memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dan kendala keuangan dapat melemahkan pengaruh arus kas terhadap keputusan investasi. Kelemahan dari penelitian Rokhmawati (2017) adalah tidak menambahkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai variabel bebas. Oleh karena itu penelitian ini mengadopsi Rokhmawati (2017) dan menambahkan DPR sebagai variabel bebas guna memperjelas bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan internal untuk keputusan investasi.

Persoalan yang dikaji pada penelitian ini adalah bagaimana pendanaan internal memengaruhi keputusan investasi pada perusahaan manufaktur. Sehingga, tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh kendala keuangan terhadap keputusan investasi yang dilakukan pada perusahaan manufaktur. Dengan adanya penelitian ini, diharapkan dapat menjadi rekomendasi untuk para investor dalam membuat keputusan dan penelitian dimasa mendatang.

*Pecking Order Theory* atau Teori *Pecking Order* mengindikasikan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan laba ditahan untuk membayar dividen dan membiayai investasi baru (Oktavina dan Manalu, 2018). Harjito (2011) mengatakan bahwa Teori *pecking order* menunjukkan struktur modal memiliki hubungan positif dengan ukuran, pertumbuhan dan kekayaan atau aset perusahaan. Faktor penentu perspektif teori *pecking order* adalah ketika perusahaan memperoleh keuntungan namun tidak menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan utama. Hubungan antara profitabilitas perusahaan dengan tingkat hutang memiliki arah negatif. Jika profitabilitas meningkat, maka tingkat hutang perusahaan akan menurun, sebaliknya jika profitabilitas menurun maka tingkat utang akan meningkat (Harmono 2012). Menurut Dewi (2017) *Pecking Order Theory* juga mengenai terjadinya asimetri informasi atas penggunaan sumber dana eksternal antara manajemen perusahaan dan investor, dimana informasi yang lebih komprehensif mengenai kondisi perusahaan saat ini dan prospek masa depan perusahaan hanya dimiliki oleh salah satu pihak, yaitu manajemen perusahaan.

Teori informasi asimetris berasal dari pihak perusahaan yang memiliki informasi lebih banyak tentang kondisi sekarang dan mendatang perusahaannya serta dapat menggunakan kelebihan ini sebagai basis negosiasi (Nyoman dan Diantini, 2015). Informasi asimetris juga dapat didefinisikan sebagai kondisi salah satu pihak dari suatu transaksi mempunyai informasi lebih banyak atau lebih baik dibanding pihak lainnya (Harjito dan Martono, 2008). Manajer perusahaan tentunya mengetahui lebih banyak informasi berkaitan dengan kondisi dan prospek perusahaan dibandingkan pemegang saham. Wijaya *et al.*, (2016) mengatakan bahwa hal ini menunjukkan suatu ketidaksempurnaan pada mekanisme pasar dan dapat menyebabkan efisiensi ekonomis.

Dalam penelitiannya, Rokhmawati (2017) mengatakan bahwa informasi asimetris dapat menyebabkan dana eksternal menjadi lebih mahal karena kreditor mengalami kesulitan untuk mengevaluasi dan menilai kualitas peluang investasi dan risiko perusahaan. Akibatnya para kreditor akan membutuhkan biaya hutang yang jauh lebih tinggi dibandingkan biaya internal (Lemmon dan Zender, 2016). Hal tersebut mempengaruhi perusahaan yang memiliki dana terbatas akan lebih bergantung pada arus kas. Kendala keuangan dapat terjadi apabila perusahaan menghadapi perbedaan yang signifikan antara biaya modal dari dana internal dan biaya modal dari dana eksternal (Kaplan dan Zingales, 1997). Perusahaan-perusahaan yang mempunyai kendala keuangan menghindari hutang tambahan, dan berusaha untuk mengurangi jumlah hutang yang ada (Zaki, 2013). Kaplan dan Zingales (1997) mengatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan juga ditandai dengan kesulitan untuk

memperoleh dana dari sumber eksternal. Perusahaan yang mempunyai kendala keuangan akan lebih sensitif terhadap arus kas dibandingkan sumber pendanaan eksternal (Fazzari *et al.*, 1988). Keadaan ini menyebabkan perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu untuk membiayai investasi (Rokhmawati, 2017). Oleh karena itu, kendala keuangan akan menghambat kemampuan perusahaan untuk berinvestasi, sehingga perusahaan yang dibatasi akan sangat bergantung pada arus kas atau pendanaan internal.

Sebaliknya, perusahaan yang tidak dibatasi memiliki fleksibilitas untuk memilih sumber pendanaan baik internal maupun eksternal. Hanafi (2004) pada penelitiannya mengatakan bahwa penggunaan dana eksternal untuk penerbitan saham baru sangatlah mahal sehingga perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal sebagai pendanaan investasi. Penggunaan pendanaan internal dilakukan agar perusahaan dapat menghindari *financial distress* karena utang yang berlebihan. Selain itu, pihak manajemen memiliki kecenderungan menggunakan dana internal untuk diinvestasikan pada suatu proyek baru sehingga akan berdampak pada peningkatan pertumbuhan perusahaan (Jensen, 1986). Perusahaan yang tidak dibatasi akan lebih peka terhadap ketersediaan dana internal dibandingkan pendanaan eksternal (Clearly, 1999). Hasil penelitian Myers dan Majluf (1984) tentang *pecking order hypothesis* menyatakan bahwa perusahaan akan lebih menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu. Jika perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan hutang sebelum penerbitan saham baru. Semakin besar arus kas yang dimiliki perusahaan maka akan semakin besar pula investasi yang akan dilakukan. Manajer pada perusahaan yang pendanaannya tidak dibatasi akan mengalokasikan arus kas sebagai sumber pendanaan investasi (Vogt, 1994). Berdasarkan penjelasan tersebut,

## 2. Metode

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa data panel. Data panel merupakan gabungan antara data runtun waktu atau *time series* dan data silang atau *cross section*. Pada penelitian ini, data sekunder yang digunakan merupakan *financial constrains*, *current ratio*, profit, perubahan laba, *slack*, *retained earning*, DPR, *leverage*, investasi, dan arus kas yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu [www.idx.com](http://www.idx.com).

Populasi merupakan wilayah yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditentukan oleh peneliti (Sugiyono 2011). Pada penelitian ini populasi yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI selama tahun 2016 hingga 2018.

Penelitian ini menggunakan teknik sampling yaitu *purposive sampling* untuk menentukan sampel yang akan dipilih. *Purposive sampling* adalah teknik pengambilan data dengan pertimbangan tertentu. Pertimbangan tersebut dibuat menjadi kategori-kategori yang ditentukan oleh peneliti berdasarkan kebutuhannya. Kategori untuk pengambilan sampel pada penelitian ini adalah (1) perusahaan memiliki laporan tahunan keuangan 2016 hingga 2018 tercatat di BEI (2) perusahaan tidak ter-*delisting* dari BEI pada saat penelitian dilakukan (3) bukan merupakan saham preferen. Dengan kategori-kategori tersebut, maka terdapat 126 perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI menjadi sampel dalam penelitian ini.

## 3. Hasil dan Pembahasan

### A. Penentuan Kendala Keuangan

**Tabel 1.** Penentuan Kendala Keuangan

Kategori	2016	2017	2018
Kendala keuangan	9	69	20
Tanpa kendala keuangan	117	57	106

Penelitian ini menggunakan regresi logistik untuk menentukan perusahaan yang mengalami kendala keuangan dan tidak mengalami kendala keuangan. Dari hasil uji tersebut terlihat bahwa pada tahun 2017 terdapat 69 dari 126 atau sebesar 54% perusahaan mengalami kendala keuangan. Namun pada tahun 2018, jumlah perusahaan yang mengalami kendala keuangan menurun menjadi 20 dari 126 perusahaan. Perusahaan dengan segera memperbaiki kendala keuangan yang sedang terjadi dan melakukan perbaikan terhadap kinerja keuangannya. Setelah menemukan hasil dari regresi logistik, peneliti melakukan pengujian menggunakan *Eviews* dan menggunakan hasil dari regresi logistik sebagai variabel dependen pada pengujian selanjutnya.

## B. Penentuan Model Estimasi Data Panel

**Tabel 2.** Uji Chow

Effect Test	Statistic	d.f	Prob.
Cross-section F	2.1323	(125,246)	0,000
Cross-section Chi-square	277,471	125	0,000

**Tabel 3.** Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	35,227	6	0,000

**Tabel 4.** Uji Lagrange Multiplier

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	15,152 (0,000)	0,590 (0,4422)	15,741 (0,000)
Honda	3,892 (0,000)	-0,7685 --	2,208 (0,000)
King-Wu	3,8924 (0,000)	-0,7685 --	-0,273 (0,000)
Standardized Honda	4,1290 (0,000)	-0,3239 --	-1,231 --
Standardized King-Wu	4,1290 (0,000)	-0,3239 --	-5,957 --
Gourierioux, <i>et al.</i> *	--	--	15,151 (<0,01)

Dari ketiga hasil tersebut, penelitian ini akan menggunakan *Fixed Effect Model* sebagai model estimasi pada penelitian ini karena dianggap lebih tepat dibandingkan model lainnya.

## C. Uji Asumsi Klasik

**Tabel 5.** Uji Multikolinieritas

Model	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std.Error	Beta			Tolerance	VIF
LEVERAGE	0,101	0,597	0,009	0,169	0,86	0,88	1,13
SIZE	-0,40	0,700	-0,05	-0,57	0,56	0,32	3,08
SALE	1,00	0,629	0,150	1,59	0,11	0,29	3,34
DPR	-0,09	0,174	-0,03	-0,55	0,57	0,82	1,21
FP	0,903	1,78	0,028	0,507	0,61	0,88	1,13
CF	0,478	0,476	0,056	1,004	0,31	0,85	1,16

**Tabel 6.** Uji Heterokedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
LEVERAGE	-0,262	0,570	-0,025	-0,460	0,646
SIZE	0,706	0,668	0,095	1,057	0,291
SALE	-1,122	0,601	-0,176	-1,867	0,063
DPR	-0,019	0,166	-0,007	-0,115	0,908
FP	-1,141	1,701	-0,037	-0,671	0,503
CF	-0,530	0,454	-0,065	-1,167	0,244

Hasil dari tabel diatas menunjukkan bahwa data pada penelitian ini terbebas dari gejala multikolinearitas dan heterokedastisitas

#### D. Uji Hipotesis

Tabel 7. Fixed Effect Model

Variabel independen	Coefficient	Std.error	t-Statistic	Prob.
LEVERAGE	1,1815	2.527	0,467	0,640
CASH FLOW	-3,347	0,864	-3,871	0,000
SIZE	1,013	2,400	0,422	0,673
SALE	-2,746	0,970	-2,828	0,005
DPR	0,088	0,205	0,428	0,668
FC	-38,981	15,755	-2,474	0,014
CF*FC	2,356	0,975	2,415	0,016
R-squared	0,537		Mean dependent var	0,233
Adjusted R-squared	0,2879		S.D. dependent var	5,666
S.E. of regression	4,781		Akaike info criterion	6,237
Sum squared-resid	5601,8		Schwarz criterion	7,622
Log likelihood	-1045,8		Hannan-Quinn criter.	6,787
F-statistic	2,154		Durbin-Watson stat	2,071
Prob(F-statistic)	0,000			

Uji parsial dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen secara satu per satu terhadap variabel dependen. Tabel 8 menunjukkan terdapat beberapa variabel independen yang signifikan terhadap variabel dependen. Variabel *Cash Flow* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.00 yang lebih kecil dari alpha (0.05). Nilai probabilitas tersebut menunjukkan bahwa *Cash Flow* signifikan terhadap keputusan investasi. Didukung oleh temuan dari Myers dan Majluf (1984) yang mengatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung menggunakan dana internal (arus kas) daripada mengakses dana eksternal untuk kegiatan investasinya.

Variabel *Sale* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.005 lebih kecil dari alpha (0.05). Dari angka tersebut, dapat dinyatakan bahwa *Sale* signifikan terhadap keputusan investasi. Perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan melakukan investasi guna menunjang kegiatan operasinya. Penghasilan dari penjualan digunakan oleh manajemen sebagai sumber pendanaan investasi. Selain itu, penghasilan yang diperoleh dari penjualan masuk kedalam arus kas perusahaan. Penghasilan dari penjualan dapat dikategorikan sebagai dana internal perusahaan. Perusahaan cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu dibandingkan mengakses dana eksternal sebagai sumber pendanaan investasi (Kaplan dan Zingales, 2000)

Nilai probabilitas dari *Financial Constrains* (0.007) lebih kecil dari alpha (0.05) yang telah ditemukan. Angka tersebut menjelaskan bahwa variabel *Financial Constrains* signifikan terhadap keputusan investasi. Selaras dengan temuan yang dilakukan oleh Rokhmawati (2017) perusahaan yang mengalami kendala keuangan akan lebih peka terhadap dana internal untuk pembiayaan investasi. Hal ini dikarenakan manajer perusahaan mengurangi risiko dari akses dana eksternal yang berdampak pada keuangan perusahaan dimasa mendatang.

Interaksi antara variabel *Cash Flow* dan *Financial Constrains* (0.016) menunjukkan bahwa nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (0.05). Hasil dari interaksi kedua variabel ini menunjukkan bahwa arus kas dari perusahaan yang mengalami kendala keuangan dapat mempengaruhi keputusan investasi sehingga memperkuat hipotesis 1 yang telah ditentukan. Variabel *Financial Constrains* berperan sebagai quasi moderasi. Quasi moderasi merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen serta menjadi variabel menjadi variabel independen pada penelitian ini.

Pada penelitian ini, terdapat beberapa variabel independen yang tidak signifikan terhadap variabel dependen. Variabel *leverage* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.640. Nilai tersebut

menunjukkan bahwa variabel leverage tidak signifikan terhadap keputusan investasi dari sumber pendanaan internal. Didukung penelitian Kaaro (2001) yang juga menemukan bahwa tidak signifikan terhadap keputusan investasi. Leverage pada suatu perusahaan tidak mempengaruhi perusahaan tersebut untuk melakukan investasi atau tidak.

Size (0.673) lebih besar dari alpha (0.05) yang menunjukkan bahwa variabel tersebut tidak signifikan terhadap keputusan investasi menggunakan dana internal. Ukuran perusahaan dilihat dari total aset yang dimiliki. Perusahaan kecil membutuhkan investasi untuk meningkatkan operasi dan perusahaan besar melakukan investasi untuk mengembangkan usahanya.

Selain itu, variabel DPR memiliki nilai probabilitas sebesar 0.668 lebih besar dari nilai alpha (0.05) yang telah ditentukan pada penelitian ini. Nilai probabilitas tersebut dapat diartikan bahwa variabel DPR tidak signifikan terhadap keputusan investasi dari sumber pendanaan internal. Temuan ini selaras dengan hasil penelitian Purnamasari *et al.*, (2009) yang menyatakan bahwa tidak terdapat signifikansi antara DPR dan keputusan investasi. DPR tidak memiliki pengaruh terhadap perusahaan untuk melakukan investasi baik dari sumber pendanaan internal maupun eksternal.

Setelah melakukan uji parsial, penelitian ini melakukan uji F atau uji variabel independen secara bersamaan terhadap variabel dependen. Pada tabel 7 diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.000 lebih kecil alpha (0.05) yang menunjukkan bahwa secara keseluruhan variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Seluruh variabel pada penelitian ini dianggap signifikan terhadap keputusan investasi dari sumber pendanaan internal. Rokhmawati (2017) menyatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan tidak memilih menggunakan dana eksternal sebagai sumber pendanaan investasi karena biaya yang mahal. Oleh karena itu, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal sebagai sumber pendanaan investasi perusahaan.

#### 4. Simpulan dan Saran

Penelitian ini menemukan hasil bahwa efek kendala keuangan mempengaruhi keputusan investasi dari sumber pendanaan internal. Selaras dengan hipotesis 1 pada penelitian ini yang menyatakan bahwa perusahaan dengan dana terbatas akan memperkuat pengaruh sumber pendanaan internal (arus kas) dalam keputusan investasi. Informasi asimetris menyebabkan dana eksternal menjadi mahal sehingga perusahaan dengan dana terbatas akan lebih memilih menggunakan dana internal sebagai sumber pendanaan investasinya.

Keterbatasan pada penelitian ini ialah data yang tidak terdistribusi normal. Selain itu, penelitian ini hanya berfokus pada perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI dan tidak dapat menggambarkan kondisi perusahaan secara keseluruhan yang ada di Indonesia. Untuk penelitian selanjutnya, dianjurkan untuk memperluas dan periode pengambilan data dapat dimulai dari tahun 2019 hingga seterusnya. Perusahaan dengan kendala keuangan sebaiknya menggunakan arus kas dalam kegiatan investasi. Dana internal (arus kas) dianggap lebih aman digunakan untuk pembiayaan investasi. Selain itu, pengaksesan dana eksternal memiliki prosedur yang rumit serta memakan biaya yang lebih besar dibandingkan dana internal.

#### Daftar Rujukan

- Dewi, Putu Sri Mae Yanti, Dewa Gede Wirama. 2017. *Pecking Order Theory: Pengaruh Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan pada Keputusan Pendanaan Perusahaan*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol. 18 No. 3 Hal. 2423-2450. Tersedia Pada: <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/article/view/27086/18052>.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., & Petersen, B.C. 1988. "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Paper on Economic Activity* 1. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>.
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Harjito, D Agus. 2011. "Teori Pecking Order Dan Trade-Off Dalam Analisis Struktur Modal Di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Siasat Bisnis* 15 (2): 187-96. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol15.iss2.art3>.
- Harmono. 2012. "Testing of Pecking Order Theory Through the Relationship: Earnings, Capital Structure, Dividend Policy, and Firms Value." *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 16 (3): 358-71.

- Jensen, M. 1986. "The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76: 323–29.
- Kaaro, Hermeindito. 2001. "The Association Between Financing Decision and Investment Decision." *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis* 7 (2): 151–64.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales. 1997. "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *The Quarterly Journal of Economics* 112 (1): 169–215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales. 2000. "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financing Constraints." *The Quarterly Journal of Economics* 2 (115): 707–12. <https://doi.org/https://doi.org/10.1162/003355300554782>.
- Khan, Ali Shakil, and Awang Yusop Adom. 2015. "A Test of the Pecking Order Theory of Capital Structure in Corporate Finance." *Accounting & Taxation* 7 (2): 43–49.
- Lemmon, Michael L., and Jaime F. Zender. 2016. "Asymmetric Information and Capital Structure." *Capital Structure in the Modern World*, no. 801: 45–67. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-30713-8\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-319-30713-8_3).
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. MAJLUF. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.Pdf" 13: 187–221.
- Nyoman, Ni, and Ayu Diantini. 2015. "Determinan Informasi Asimetris Pada Indeks Saham LQ45." *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 19 (1): 76–85.
- Oktavina, Mia, and Sahala Manalu. 2018. "Pecking Order and Trade-off Theory in Capital Structure Analysis of Family Firms in Indonesia." *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 22 (1): 73–82. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i1.1793>.
- Purnamasari, Linda., Lestari, S. K., Silvi, Melliza. 2009. "Interdependensi Antara Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Keputusan Dividen." *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 13 (1): 106–19.
- Rokhmawati, Andewi. 2017. "Do Financial Constraints Moderate the Impact of Financing Decisions From Internal-Financing Sources on Investment ?" *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 21 (040): 331–43.
- Sean Clearly. 1998. "The Relationship between Firm Investment and Financial Status." *The Journal of Finance* 54 (2): 673–92.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif Dan R&D*. Bandung: Afabeta.
- Vogt, S.C. 1994. "The Cash Flowinvestment Relationship: Evidence from US Manufacturing Firms" 23: 3–20.
- Wijaya, Anggita Langgeng, Bandi Bandi, and Sri Hartoko. 2016. "Pengaruh Kualitas Akrua Dan Leverage Terhadap Cash Holding Perusahaan." *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia* 7 (2): 170–86. <https://doi.org/10.21002/jaki.2010.10>.
- Zaki, Mohamad. 2013. "Pengaruh Arus Kas, Kesempatan Investasi, Leverage, Dan Modal Kerja Terhadap Keputusan Investasi Aktiva Tetap Pada Perusahaan Financially Constrained." *Jurnal Ilmu Manajemen* 1 (1): 172–82.