



Pengaruh Moderasi Kendala Keuangan pada Hubungan Leverage Keuangan terhadap Kesempatan Investasi pada Perusahaan Manufaktur di BEI

Nadya Luthfiyany^{a,1,*}

^a Program Studi Magister, Universitas Trisakti Jakarta, Indonesia

¹ nadya122011900064@std.trisakti.ac.id

* corresponding author

ARTICLE INFO

Article history

Received: 17 Februari 2022

Revised : 18 Juli 2022

Accepted: 10 Agustus 2022

Keywords

Financial Constraints

Financial Leverage

Investment Opportunity

Kata Kunci

Kendala Keuangan

Kesempatan Investasi

Leverage Keuangan

ABSTRACT

The pandemic has affected the financing schemes of many companies, including manufacturing companies on the BEI. This study aims to determine and analyze the effect of Financial Leverage on Investment Opportunities Moderated by Financial Constraints in Manufacturing Companies on the IDX. The sample used in this study is a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2016 – 2020. The independent variable in this study is financial leverage as measured by the debt to asset ratio (DAR). The dependent variable is the investment opportunity with measurements using tangible assets and intangible assets, as well as financial constraints as the dependent variable as well as the moderating variable using the KZ index. The research sample was selected using the purposive sampling method in order to obtain 36 companies as samples. The data analysis used to test the hypothesis is panel data regression analysis. The results show that financial leverage has a positive effect on financial constraints. In addition, financial leverage has a significant negative effect on investment opportunities. Meanwhile, financial constraints moderated significantly negatively the relationship between financial leverage and future investments moderated by short-term debt. The implication of this research is for the company to consider lowering the financial leverage ratio to avoid the risk of debt accumulation so that the company does not experience financial constraints

ABSTRAK

Pandemi telah mempengaruhi skema pembiayaan pada banyak perusahaan, termasuk perusahaan manufaktur di BEI. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh leverage keuangan terhadap kesempatan investasi yang dimoderasi oleh kendala keuangan pada perusahaan manufaktur di BEI. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016 – 2020. Variabel independen dalam penelitian ini adalah leverage keuangan yang diukur dengan *debt to asset ratio* (DAR). Variabel dependen adalah kesempatan investasi dengan pengukuran menggunakan aset berwujud dan aset tidak berwujud, serta kendala keuangan sebagai variabel dependen sekaligus variabel moderasi dengan pengukuran menggunakan KZ index. Sampel penelitian dipilih menggunakan metode purposive sampling sehingga diperoleh 36 perusahaan yang menjadi sampel. Analisis data yang digunakan untuk uji hipotesis yaitu analisis regresi data panel. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa leverage keuangan memiliki pengaruh yang positif terhadap kendala keuangan. Selain itu, leverage keuangan memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kesempatan investasi. Sementara kendala keuangan memoderasi secara negatif signifikan terhadap hubungan antara leverage keuangan dan investasi masa depan yang dimoderasi oleh hutang jangka pendek. Implikasi dari penelitian ini bagi perusahaan agar dapat mempertimbangkan untuk menurunkan rasio leverage keuangan guna menghindari risiko penumpukan hutang sehingga perusahaan tidak mengalami kendala keuangan.

This is an open-access article under the [CC-BY-SA](#) license.



1. Pendahuluan

Situs resmi Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) menyatakan bahwa pemerintah Indonesia sedang mengembangkan sektor manufaktur dengan metode hilirisasi (BKPM, n.d.). Hal ini harus sejalan dengan adanya kenaikan investasi serta kapasitas ekspor untuk mempertahankan sektor manufaktur dan menjadikan sektor manufaktur sebagai kontributor pajak dan bea cukai paling besar. Pernyataan dari website Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) ini searah dengan data yang telah diterangkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) dimana sektor manufaktur adalah kontributor investasi terbesar jika dibandingkan dengan sektor lainnya (BKPM, 2021). Menurut Al'Alam & Firmansyah, (2019), investasi adalah salah satu penentu paling penting bagi perkembangan perekonomian di negara-negara berkembang, termasuk Indonesia.

Perkembangan penyebaran virus Covid-19 yang masih berlangsung sejak awal tahun 2020 hingga sekarang, sangat berpengaruh di banyak aspek kehidupan salah satunya adalah aspek ekonomi. Salah satu dampak dari meningkatnya kasus baru Covid-19 di Indonesia adalah fluktuasi pertumbuhan sektor manufaktur di Indonesia. Baik pada ekonomi mikro maupun ekonomi makro, Pandemi Covid-19 dapat mengakibatkan kesulitan keuangan berbagai perusahaan baik skala besar maupun skala kecil. Pada usaha skala kecil, masalah ini akan terbukti karena kesiapan modal serta sumber daya yang dimiliki relatif rendah sehingga mengalami kesulitan dalam mengeluarkan biaya untuk kegiatan mereka. Masa pandemi juga dapat mempengaruhi biaya tetap pada skala perusahaan besar karena yang dikeluarkan relatif besar, sedangkan aliran keuntungan yang didapatkan akan menurun dan memprovokasi terjadinya kendala keuangan.

Hoang et al. (2019) mengatakan jika kendala keuangan dapat merusak daya tarik perusahaan bagi investor yang potensial dan dalam jangka panjang dapat memiliki efek merugikan terhadap kinerja keuangan serta nilai pasar perusahaan. Hal ini dikarenakan kendala keuangan membuat perusahaan kesulitan untuk mendapatkan akses ke keuangan eksternal. Pembiayaan eksternal dapat dilakukan melalui pinjaman atau penerbitan saham. Perusahaan dan pemegang saham lebih suka melakukan pinjaman daripada pembiayaan ekuitas (Abbas et al., 2018). Kurt (2018) mengatakan bahwa semakin tinggi penggunaan transaksi pembiayaan dari modal yang diperoleh yang terkait dengan ketersediaan modal eksternal dengan persyaratan yang menguntungkan. Efek ini mungkin lebih terasa untuk finansial di perusahaan yang sedang menghadapi kendala keuangan, yang biasanya tidak memiliki reputasi baik di pasar keuangan dan menimbulkan pengeluaran transaksi yang lebih tinggi daripada yang tidak dibatasi perusahaan ketika mereka mencoba untuk meningkatkan modal eksternal.

Tome (2017) menyatakan bahwa sebagai sumber pembiayaan investasi, leverage memiliki dampak positif dan negatif. Dengan meminjam uang pada tingkat bunga tertentu dan memperoleh aset dengan tingkat pengembalian yang diharapkan lebih tinggi, perusahaan dapat meningkatkan laba atas ekuitas, memperbesar pendapatannya dan dengan demikian meningkatkan profitabilitasnya juga. Akan tetapi leverage keuangan dapat memperbesar keduanya baik pendapatan maupun kerugian. Terlalu banyak hutang dalam struktur modal perusahaan dapat menyebabkan kesulitan keuangan dan meningkatkan risiko keuangan hingga mengalami kebangkrutan.

Contohnya adalah tren DAR (*debt to asset ratio*) pada Perusahaan Manufaktur di bidang Makanan dan minuman di BEI dalam kurun waktu 2013-2017 yang menunjukkan kondisi fluktuatif yang tidak konsisten. Tingkat *Debt to Asset Ratio* (DAR) pada periode tersebut mencapai titik terendah pada

nilai 43,96% yaitu di tahun 2017 dan DAR tertinggi pada angka 49,26% di tahun 2014. Kondisi tersebut rata-rata DAR pada perusahaan manufaktur sub sektor makanan dan minuman di BEI tahun 2013-2017 mengindikasikan naik-turunnya nilai DAR setiap tahunnya memiliki utang yang tidak melebihi aset yang dimiliki, karena cenderung tidak mampu melunasi utangnya dan *asset* menurun. (Garbenado et al., 2019)

Adapun artikel ini mencoba untuk mengeksplorasi dengan mengkombinasikan variabel-variabel yang memiliki hubungan terhadap kendala keuangan, leverage keuangan dan investasi serta memilih perusahaan pada sektor industri manufaktur sebagai unit yang dianalisis. Maka penelitian ini mengambil judul “Pengaruh Moderasi Kendala Keuangan pada Hubungan Leverage Keuangan terhadap Kesempatan Investasi pada Perusahaan Manufaktur di BEI”.

2. Kajian Literatur

2.1. Kendala Keuangan

Kendala Keuangan (*Financial Constraint*) adalah sebuah kondisi perusahaan yang mempunyai akses terhadap kesempatan investasi yang dapat memberikan keuntungan namun terkendala dengan keterbatasan dana untuk mendanai peluang tersebut dengan pembiayaan eksternal (Hennessy & Whited, 2006). Hal ini berbeda dengan kesulitan keuangan yang dipahami sebagai kondisi penurunan kondisi keuangan secara bertahap sebelum mengalami likuidasi atau kebangkrutan (Platt & Platt, 2006).

Farre-Mensa & Ljungqvist (2016) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa kendala keuangan terjadi dikarenakan adanya gesekan dalam kebutuhan modal, terutama karena terjadi asimetri informasi antara investor dengan perusahaan. Perusahaan yang mengalami kendala keuangan berada pada titik dimana kebutuhan modal menjadi tidak elastis atau jika suatu perusahaan ingin mendapatkan tambahan dana modal dari sumber keuangan eksternal tetapi tidak dapat melakukannya. Penelitian keuangan menunjukkan jika perusahaan mengalami kendala pembiayaan biasanya memiliki berbagai karakteristik yang dapat terlihat dalam suatu perusahaan, termasuk ukuran perusahaan kecil, pembayaran tanpa dividen, dan peringkat kredit yang buruk. Semua faktor ini bertanggung jawab atas perilaku pengeluaran investasi mereka (Luo et al., 2021).

Luo et al. (2021) Aspek utama lain dari kendala pembiayaan berkaitan dengan: tingkat asimetri informasi dan kekurangan informasi; kedua atribut ini mungkin berbeda di seluruh perusahaan, baik antara debitur maupun kreditor. Masalah ini dapat menimbulkan kesulitan bagi lembaga keuangan untuk secara kredibel menentukan nilai relatif dari proyek. Hal ini dapat menyebabkan kredit yang didapatkan dibatasi dan kegagalan lainnya, seperti kredit berisiko untuk perusahaan baru, yang menyebabkan tingginya biaya bunga kepada peminjam, dengan permintaan yang tinggi secara simultan untuk agunan dan jaminan jangka panjang, kendala lebih lanjut adalah akuisisi modal.

Penelitian Brigham & Ehrhardt (2010) yang memberikan hasil bahwa jika dibandingkan dengan perusahaan yang dibatasi dalam keuangan memiliki beta lebih tinggi daripada perusahaan yang keuangannya tidak dibatasi. Beta yang tinggi menunjukkan bahwa korporat yang mengalami kendala keuangan lebih mengandalkan sumber dana internal untuk membiayai investasi yang dipengaruhi oleh informasi asimetris. Informasi asimetris terjadi karena kurangnya informasi tentang kondisi perusahaan yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dan informasi yang dipegang oleh kreditor. Semakin tinggi tingkat informasi asimetris, semakin besar kendala perusahaan untuk mengakses sumber pendanaan eksternal.

2.2. Leverage Keuangan

Modal merupakan satu dari banyaknya sumber yang sangat penting dalam menetapkan keputusan keuangan perusahaan. Dalam aspek keuangan perusahaan, modal bisa dikategorikan menjadi 2 (dua) kategori yaitu modal sendiri (internal) dan juga modal asing (eksternal). Kedua hal tersebut dapat mewakili ekuitas perusahaan dan modal yang didapatkan dari hutang. Kombinasi antara ekuitas dan modal hutang tersebut dikenal juga dengan Leverage keuangan (Bei & Wijewardana, 2012).

Leverage keuangan diperlukan guna mengetahui tingkat kemampuan perusahaan untuk membayarkan kewajiban perusahaan yaitu hutang, baik hutang yang berjangka panjang ataupun jangka pendek, sehingga tingkat hutang yang tinggi akan membuat perusahaan memprioritaskan untuk membayarkan kewajibannya sebelum perusahaan membagikan dividen. Hutang merupakan alternatif lain yang dilakukan oleh perusahaan, untuk membiayai kegiatan operasional. Dengan meningkatnya hutang akan mengurangi tingkat pengembalian kepada para investor. Hutang yang

tinggi dapat menyebabkan perusahaan mengalami financial distress (kendala keuangan). Karena perusahaan memiliki kewajiban lainnya yaitu membayar pokok dan bunga atas pinjaman, sehingga berdampak kepada arus keuangan perusahaan.

Yazdanfar (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa leverage keuangan merupakan sebuah komponen dari struktur modal suatu perusahaan. Karena pilihan antara modal dan hutang memperlihatkan adanya pertukaran antara risiko bisnis dan keuangan. Ketika perusahaan memutuskan untuk lebih banyak melakukan pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan mereka, maka hal itu tidak akan mempengaruhi kepemilikan perusahaan mereka.

2.3. Kesempatan Investasi

Sajid et al. (2016) menyebutkan bahwa investasi memiliki arti atau istilah yang berbeda dalam ekonomi dan keuangan. Pengertian investasi dalam keuangan adalah menyimpan uang dengan beberapa harapan keuntungan. Lebih tepatnya, investasi merupakan komitmen untuk memiliki satu asset atau lebih selama beberapa periode waktu mendatang dengan mengharapkan keuntungan. Masa depan selalu tidak pasti dan semua yang berhubungan dengan masa depan pasti melibatkan yang namanya risiko. Untuk sudut pandang investasi, risiko berarti keuntungan investasi yang sebenarnya akan berbeda dengan hasil yang diharapkan.

Agar investasi bisa dibilang efektif, perusahaan harus bisa menghindari kondisi overinvestment dan underinvestment. Kondisi underinvestment terjadi jika perusahaan menghadapi peluang investasi yang membutuhkan sejumlah besar penggunaan hutang, tanpa menjamin pembayaran hutang yang mencukupi (arus kas bebas). Bisnis yang mengalami leverage tinggi cenderung akan mengalami kondisi ini. Perusahaan yang tidak dapat melakukan investasi seperti apa yang diharapkan, maka perusahaan diharuskan untuk mencari dana alternatif.

Salah satu faktor yang berpengaruh terhadap investasi perusahaan adalah adanya konflik kepentingan yang berakibat timbulnya asimetri informasi antara manajer perusahaan dengan para pemilik saham. Akibatnya informasi yang asimetri akan menjadi penyebab perusahaan tidak bisa mencapai tujuan awal investasi, yaitu meningkatkan kesejahteraan para pemilik saham. Asimetri informasi akan berakibat adanya perbedaan data yang didapatkan oleh kedua pihak. Sehingga perusahaan dapat mengalami kelebihan investasi atau underinvestment dikarenakan hal tersebut. Untuk menangkal timbulnya asimetri informasi yang dapat mengakibatkan kelebihan atau underinvestment, diperlukan sebuah pengamatan yang benar-benar diperhatikan dari para pemilik saham. Guna pengamatan untuk para pemegang saham bisa ditingkatkan dengan membuat laporan keuangan perusahaan yang baik (Tome, 2017).

2.4. Hipotesis

- H1 : Peranan Leverage Keuangan terhadap Kesempatan Investasi dimoderatori oleh Kendala Keuangan. Peranan Leverage Keuangan terhadap Kesempatan Investasi lebih tinggi ketika Kendala Keuangan pada kategori tinggi dibanding dengan Kendala Keuangan pada kategori rendah.
- H2 : Peranan Leverage Keuangan terhadap Kesempatan Investasi tergantung pada Kendala Keuangan individu. semakin tinggi tingkat kendala keuangan individu, semakin besar peranan Leverage Keuangan dalam meningkatkan Kesempatan Investasi. Sebaliknya Kesempatan Investasi semakin rendah tingkat kendala keuangan individu, semakin kecil peranan Leverage Keuangan terhadap peningkatan Kesempatan Investasi.

3. Metode Penelitian

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah pengumpulan data sekunder, dimana data sekunder merupakan data yang diperoleh penelitian secara tidak langsung atau sumber yang telah dipublikasikan sehingga data tersebut telah tersedia. Sumber data pada penelitian ini diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan website perusahaan manufaktur. Data penelitian ini terdiri dari semua perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2020. Metode penarikan sampel yang dilakukan dalam penelitian ini dengan cara purposive sampling, dari metode tersebut didapatkan sampel penelitian sebanyak 36 perusahaan pada sektor manufaktur yang telah memenuhi kriteria tertentu.

3.1. Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Identifikasi variabel pada penelitian ini yaitu untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dan variabel moderasi terhadap variabel dependen, yang masing-masing variabel pengukurannya sebagai berikut:

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Nama Variabel	Jenis Variabel	Perhitungan
Kesempatan Investasi	Dependent	$\text{Investasi} = \frac{(Tang. Assets + Intang. Assets)_{t-1} - (Tang. Assets + Intang. Assets)_t}{Total Assets_{t-1}}$ <p>(1) (Poursoleiman et al., 2020)</p>
Kendala Keuangan	Dependent dan moderasi	$KZ_Index_{it} = -1,001909 \times \frac{CFO_{it}}{PPE_{it}} + 0,2826389 \times Tobin'sQ_{it} + 3,139193 \times \frac{Debt_{it}}{Total\ Capital_{it}} - 39,3678 \times \frac{Dividends_{it}}{PPE_{it}} - 1,314759 \times \frac{Cash_{it}}{PPE_{it}}$ <p>Dimana: CFO = arus kas dari aktivitas operasi PPE = biaya property, plant and equipment (Market Value Share + Market Value Debt) Tobin'sQ = $\frac{\text{Market Value Share} + \text{Market Value Debt}}{\text{nilai buku ekuitas}}$ Debt = total hutang atau total liabilitas Total Capital = Total hutang + nilai buku saham preferen + nilai buku common equity Dividends = dividends per share tahunan (Poursoleiman et al., 2020)</p>
Leverage Keuangan	Independent	$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$ <p>(Poursoleiman et al., 2020)</p>
Invit	Control	Investasi Perusahaan I pada periode t $Size = \ln \times (\text{total asset})$ $Age = \ln \times \text{firm age}$ $CFO = \frac{Cash\ operating\ activities}{Total\ Assets}$ $MTB = \frac{Kapitalisasi\ pasar}{Nilai\ buku\ aset}$ $ROA = \frac{Net\ income}{Total\ Assets}$ $Cash = \frac{Cash}{Total\ Assets}$ $OP = \frac{operating\ profit}{Total\ Assets}$ $PPE = \frac{Plant, property, equipment}{Total\ Assets}$ $Dividends = \frac{Dividends}{Total\ Assets}$ <p>(Poursoleiman et al., 2020)</p>
Ratio of cash operating activity (CFO)		
MTB		
Return on Asset (ROA)		
Cash		
OP		
PPE		
Dividends		

3.2. Model Penelitian

Berdasarkan kerangka konseptual yang telah dibuat, maka untuk menganalisis pengaruh kendala keuangan, leverage keuangan, investasi di masa depan serta hutang jangka pendek, maka menjadi model persamaan seperti berikut:

$$Invit = \beta_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2Size_{it} + \beta_3ROA_{it} + \beta_4Age_{it} + \beta_5Cash_{it} + \beta_6CFO_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$FC_{it} = \beta_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2Size_{it} + \beta_3ROA_{it} + \beta_4Age_{it} + \beta_5Cash_{it} + \beta_6CFO_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$Invit = \beta_0 + \beta_1FC_{it} + \beta_2Leverage_{it} + \beta_3Leverage \times FC_{it} + \beta_4MTB_{it} + \beta_5PPE_{it} + \beta_6Dividends_{it} + \beta_7Cash_{it} + \beta_8OP_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

3.3. Metode Pengujian Data

Uji Kesesuaian Model

Tata cara pengujian data yang dipergunakan pada riset ini adalah dengan metode regresi Data Panel. Tujuan dari metode tersebut adalah untuk menganalisis data serta menguji bagaimana

pengaruh dari variabel – variabel dalam penelitian ini. Common efek, fixed efek serta random efek merupakan model regresi yang ada pada regresi Data Panel. Selanjutnya, data yang telah terkumpul akan diolah serta diuji dengan menggunakan software E-views 10.

Chow Test

Chow test digunakan guna mempertimbangkan model yang mana yang pas untuk digunakan diantara *fixed effect* serta *common effect*. Tolok ukur dalam pengambilan keputusan:

Apabila *probabilitas cross section* yang berasal dari chi-square $< \alpha$ 0.05 maka H_0 ditolak, jadi model yang digunakan adalah *fixed effect*. Apabila *probabilitas cross section* dari chi-square $> \alpha$ 0.05 maka H_0 diterima, jadi model yang digunakan adalah *common effect*.

Tabel 2. Hasil Uji Chow Test

Model	Variabel	Chi-square	Prob	Keputusan
Model 1	INV	86.300982	0.0000	H_0 ditolak
Model 2	FC	561.260224	0.0000	H_0 ditolak
Model 3	INV	101.082787	0.0000	H_0 ditolak

Bahwa besar nilai probabilitas cross – section dari chi – square model 1 hingga 3 sebesar 0,0000 lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, maka H_0 ditolak sehingga model yang digunakan untuk adalah *fixed effect* model. Jika yang dipilih adalah model dari *fixed effect* maka perlu dilakukan pengujian antara *fixed effect* model dengan *random effect* model yaitu dengan hausman test

Hausman Test

Uji hausman diarahkan untuk memilih model mana yang paling baik serta pas untuk dipergunakan dalam riset. Dua model yang bisa diseleksi dari hasil uji hausman yaitu model efek *fixed* dengan model efek *random*. Tolok ukur dari pengambilan keputusan:

Apabila kemungkinan hasil yang didapatkan dari chi-square $< \alpha$ 0.05 hingga H_0 ditolak sehingga model yang pas digunakan adalah model efek *fixed*. Apabila kemungkinan hasil yang didapatkan dari chi-square $> \alpha$ 0.05 hingga H_0 diterima sehingga model yang pas digunakan adalah model efek *random*.

Tabel 3. Hasil Uji Hausman Test

Model	Variabel	Chi-square	Prob	Keputusan
Model 1	INV	16.669941	0.0016	H_0 ditolak
Model 2	FC	19.498529	0.0034	H_0 ditolak
Model 3	INV	30.340853	0.0002	H_0 ditolak

Berdasarkan hasil Tabel di atas dapat diketahui jika hasil model 1 menunjukkan bahwa nilai probabilitas *cross-section* Statistic sebesar $0.0016 < 0.05$, maka keputusan yang dapat diperoleh yaitu H_0 ditolak sehingga model yang digunakan adalah *Fixed effect model*. Begitu pula untuk hasil model 2, yang menunjukkan bahwa nilai probabilitas *cross-section* Statistic sebesar $0.0034 < 0.05$, maka keputusan yang dapat diperoleh yaitu H_0 ditolak sehingga model yang digunakan adalah *Fixed effect model*. Hasil model 3 menunjukkan bahwa nilai probabilitas *cross-section* Statistic sebesar $0.0002 < 0.05$, maka keputusan yang dapat diperoleh yaitu H_0 ditolak sehingga model yang digunakan adalah *Fixed effect model*. Dengan demikian semua model dalam penelitian ini menggunakan *Fixed Effect Model*.

Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji *f* atau uji koefisien regresi secara bersama-sama digunakan untuk mengetahui apakah secara bersama-sama variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel *dependent*. Pengujian menggunakan tingkat signifikansi 0,05. Uji regresi simultan (Uji *f*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

Jika *Probabilitas* $< 0,05$ Maka H_0 ditolak, dan H_a diterima (signifikan). Jika *Probabilitas* $> 0,05$ Maka H_0 diterima, dan H_a ditolak (tidak signifikan)

Tabel 4. Hasil Uji F

Model	Dependen	F-Statistic	Prob	Keputusan
1	INV	2.617539	0.000030	Ditolak H0
2	FC	220.6730	0.000000	Ditolak H0
3	INV	3.272623	0.000000	Ditolak H0

Berdasarkan hasil uji F pada model 1, terlihat bahwa probabilita F-statistic menghasilkan nilai sebesar $0.000030 < 0.05$. Dengan demikian hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen yaitu *leverage* keuangan serta variabel control yaitu *size*, *return on asset*, *age*, *cash* dan *ratio of cash operating activity* memberikan pengaruh kepada kesempatan investasi sehingga model regresi layak digunakan dalam penelitian ini.

Pada model 2, terlihat bahwa probabilita *F-statistic* menghasilkan nilai sebesar $0.000000 < 0.05$. Dengan demikian hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen yaitu *leverage keuangan* dan hutang jangka pendek serta variabel control yaitu *size*, *return on asset*, *age*, *cash* dan *ratio of cash operating activity* memberikan pengaruh kepada kendala keuangan sehingga model regresi layak digunakan dalam penelitian ini.

Model 3 terlihat bahwa probabilita *F-statistic* menghasilkan nilai sebesar $0.000000 < 0.05$. Dengan demikian hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen yaitu kesempatan investasi dan *leverage keuangan* serta variabel control yaitu *market to book value of asset*, *size*, *plant property and equipment*, *dividends*, *cash* dan *operating profit* memberikan pengaruh kepada investasi masa depan yang dimoderasi oleh kendala keuangan sehingga model regresi layak digunakan dalam penelitian ini

Uji Goodness of Fit

Pengujian *goodness of fit* dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen mampu menjelaskan perilaku variabel dependennya. Dasar pengambilan keputusan adalah:

Apabila nilai adjusted R^2 mendekati 1, maka hasil tersebut menunjukkan hubungan yang sangat kuat antara variabel independen dengan variabel dependen. Apabila nilai adjusted R^2 mendekati 0, maka hasil tersebut menunjukkan yang sangat lemah antara variabel independennya dengan variabel dependen.

Tabel 5. Hasil Uji Goodness of Fit

Model	Dependen	R2	Adjusted R2
1	INV	0.449543	0.277800
2	KZ	0.985684	0.925363
3	INV	0.508533	0.353143

Berdasarkan hasil uji *goodness of fit* pada model 1, diperoleh nilai *adjusted r-square* sebesar 0.277800. Hal ini berarti variabel independen yaitu *leverage* keuangan serta variabel *control* yaitu *size*, *return on asset*, *age*, *cash* dan *ratio of cash operating activity* mampu menjelaskan variasi dari kendala keuangan sebesar 27.78% dan sisanya sebesar 72.22% menjelaskan bahwa kendala keuangan dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model ini. Sehingga terdapat hubungan yang lemah antara *leverage* keuangan serta variabel control yaitu *size*, *return on asset*, *age*, *cash* dan *ratio of cash operating activity* terhadap kesempatan investasi.

Pada model 2, diperoleh nilai *adjusted r-square* sebesar 0.925363. Hal ini berarti variabel independen yaitu *leverage* keuangan serta variabel control yaitu *size*, *return on asset*, *age*, *cash* dan *ratio of cash operating activity* mampu menjelaskan variasi dari kendala keuangan sebesar 92.5363% dan sisanya sebesar 7.4637% menjelaskan bahwa kendala keuangan dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model ini. Sehingga terdapat hubungan yang sangat kuat antara *leverage* keuangan serta variabel control yaitu *size*, *return on asset*, *age*, *cash* dan *ratio of cash operating activity* terhadap kendala keuangan.

Model 3, diperoleh nilai *adjusted r-square* sebesar 0.353143. Hal ini berarti variabel independen yaitu leverage keuangan serta variable control yaitu *market to book value of asset, size, plant property and equipment, dividends, cash dan operating profit* mampu menjelaskan variasi dari investasi masa depan yang dimoderasi oleh kendala keuangan sebesar 35.3143% dan sisanya sebesar 64,6857% menjelaskan bahwa investasi masa depan yang dimoderasi oleh kendala keuangan dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model ini. Sehingga terdapat hubungan kuat antara leverage keuangan serta variable control yaitu *market to book value of asset, size, plant property and equipment, dividends, cash dan operating profit* terhadap investasi masa depan yang dimoderasi oleh kendala keuangan.

4. Hasil Penelitian Dan Pembahasan

4.1. Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 6. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Deskriptif	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev
Leverage	0.418	0.414	0.890	0.015	0.187
FC	-1.621	-0.029	3.278	-41.041	6.663
Inv	0.109	0.069	1.676	-0.346	0.214
Size	29.669	29.518	33.495	26.713	1.455
Age	3.652	3.784	4.673	0.693	0.572
CFO	0.365	0.164	8.291	-0.192	0.714
MTB	5.962	2.627	79.844	0.015	10.489
ROA	0.070	0.054	0.474	-0.451	0.091
Cash	0.123	0.085	0.416	0.002	0.104
OP	0.111	0.086	0.629	-0.482	0.119
PPE	0.670	0.557	2.677	0.046	0.357
Dividen	0.043	0.018	0.444	0.0004	0.077

Nilai rata – rata (mean) pada variabel Leverage keuangan adalah sebesar 0.418 atau 41.8% dari 36 perusahaan dalam periode 2016 – 2020 yang menunjukkan bahwa sebanyak 41.8% perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki kemampuan untuk membayarkan kewajiban perusahaan (hutang), baik hutang yang berjangka panjang ataupun jangka pendek. Dengan nilai standar deviasi dari variabel leverage keuangan adalah 0.187.

Nilai rata – rata (mean) pada variabel Kendala Keuangan dengan indikator (Kaplan and Zingales) KZ index adalah sebesar -1.621 dari 36 perusahaan dalam periode 2016 – 2020 yang menunjukkan bahwa sebanyak -1.621 perusahaan manufaktur di Indonesia dapat dikatakan memiliki kendala keuangan jika nilai KZ Index perusahaan melebihi -1.621. Dengan nilai standar deviasi dari variabel kendala keuangan adalah 6.683.

Nilai rata – rata (mean) pada variabel kesempatan investasi adalah sebesar 0.109 atau 10.9% dari 36 perusahaan manufaktur dalam periode 2016 – 2020, yang menunjukkan bahwa sebanyak 10.9% perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki kemampuan untuk melakukan kegiatan investasi secara efektif, dimana kegiatan investasi yang dimaksud adalah jenis investasi yang akan memberikan dampak baik untuk perusahaan. Dengan nilai standar deviasi dari variabel kesempatan investasi adalah 2.214.

Analisa statistik deskriptif untuk variable control adalah sebagai berikut, nilai rata-rata (mean) untuk ukuran perusahaan sebesar 29.669, minimum 26.713, nilai maximum 33.495, standar deviasi 1.455. Nilai rata-rata (mean) untuk umur perusahaan sebesar 3.652, minimum 0.693, nilai maximum 4.673, standar deviasi 0.572. Nilai rata-rata (mean) arus kas aktivitas operasi (CFO) sebesar 0.365, minimum -0.192, nilai maximum 8.291, standar deviasi 0.714. Nilai rata-rata (mean) untuk market to book value (MTB) sebesar 5.962, minimum 0.015, nilai maximum 79.844, standar deviasi 10.489. Nilai rata-rata (mean) untuk return on asset (ROA) sebesar 0.070, minimum -0.451, nilai maximum 0.474, standar deviasi 0.091. Nilai rata-rata (mean) untuk arus kas sebesar 0.123, minimum 0.002, nilai maximum 0.416, standar deviasi 0.104. Nilai rata-rata (mean) untuk Operating Profit (OP) sebesar 0.111, minimum -0.482, nilai maximum 0.629, standar deviasi 0.119. Nilai rata-rata (mean) untuk Plant, Property, Equipment (PPE) sebesar 0.670, minimum 0.046, nilai maximum 2.677,

standar deviasi 0.357. Nilai rata-rata (mean) untuk DIdiven sebesar 0.043, minimum 0.0004, nilai maximum 0.444, standar deviasi 0.077.

4.2. Uji Analisa Data

Uji Hipotesis (Uji t)

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen dalam menerangkan variabel dependen. Untuk pengujian hipotesis statistik dilakukan dengan melihat nilai probabilitas pada hasil analisis menggunakan Eviews 10. Cara pengambilan keputusan adalah:

Jika probabilitas/signifikan $> 0,05$, t hitung $< t$ tabel, H0 diterima.

Jika probabilitas/signifikan $< 0,05$, t hitung $> t$ tabel, H0 ditolak.

Tabel 7. Hasil Analisis Uji t Regresi Model 1

Variabel Independen	Variabel Dependen INV		
	Koefisien	Probabilitas	Kesimpulan
Konstanta	-4.971735	-	-
LEVERAGE	-0.843035	0.0023	Negatif Signifikan
SIZE	0.164307	0.0149	Positif Signifikan
ROA	1.200541	0.0122	Positif Signifikan
AGE	-0.065277	0.7959	Tidak Signifikan
CASH	0.167103	0.6482	Tidak Signifikan
CFO	-0.67556	0.6569	Tidak Signifikan

Leverage Keuangan (LEVERAGE) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0023 < 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh signifikan. Dengan besarnya koefisien yang didapatkan sebesar -0.843035. Hasil penelitian ini menyimpulkan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara Leverage Keuangan terhadap kesempatan investasi. Variabel kontrol yang memiliki pengaruh positif terhadap hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi adalah *size* dan ROA. Sedangkan *Age*, *Cash* dan CFO tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi.

Tabel 8. Hasil Analisis Uji t Regresi Model 2

Variabel Independen	Variabel Dependen FC		
	Koefisien	Probabilitas	Kesimpulan
Konstanta	16.52506	-	-
LEVERAGE	1.421976	0.0288	Positif Signifikan
SIZE	-0.165217	0.6151	Tidak Signifikan
ROA	-9.657205	0.0001	Negatif Signifikan
AGE	-3.343217	0.0080	Negatif Signifikan
CASH	-7.273487	0.0001	Negatif Signifikan
CFO	0.121521	0.8710	Tidak Signifikan

Leverage Keuangan (LEVERAGE) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0288 < 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh signifikan. Besarnya koefisien sebesar 1.421976. Hasil penelitian ini menyimpulkan adanya pengaruh positif dan signifikan antara Leverage Keuangan terhadap kendala keuangan. Variabel kontrol yang memiliki pengaruh negative signifikan terhadap hubungan antara leverage keuangan dengan kendala keuangan adalah ROA, Age dan Cash. Sedangkan Size dan CFO tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hubungan antara leverage keuangan dengan kendala keuangan.

Tabel 9. Hasil Analisis Uji t Regresi Model 3

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	Koefisien	Probabilitas	Kesimpulan
Konstanta	0.065257	-	-
FC	0.012122	0.6519	Tidak Signifikan
LEVERAGE	0.875118	0.0001	Positif Signifikan
LEVERAGE X FC	-0.045408	0.0290	Negatif Signifikan
MTB	0.005416	0.3274	Tidak Signifikan
PPE	-0.512631	0.0000	Negatif Signifikan
DIVIDENDS	-1.363277	0.2618	Tidak Signifikan
CASH	0.023249	0.9369	Tidak Signifikan
OP	0.482072	0.0520	Tidak Signifikan

Kendala Keuangan (FC) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.6519 > 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh tidak signifikan. Hasil penelitian ini menyimpulkan tidak terdapat pengaruh signifikan Kendala Keuangan terhadap kesempatan investasi. Leverage Keuangan (LEVERAGE) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0001 < 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh signifikan. Besarnya koefisien sebesar 0.875118. Hasil penelitian ini menyimpulkan adanya pengaruh positif dan signifikan antara Leverage Keuangan terhadap kesempatan investasi. Leverage Keuangan dimoderasi Kendala Keuangan (LEVERAGEXFC) memiliki nilai probabilitas sebesar $0.0290 < 0,05$ (alpha 5%) yang menunjukkan pengaruh signifikan. Besarnya koefisien sebesar -0.045408. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa Kendala Keuangan mampu memperkuat pengaruh negatif dan signifikan antara Leverage Keuangan terhadap kesempatan investasi.

Variabel kontrol yang memiliki pengaruh negative signifikan terhadap hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi yang dimoderasi oleh kendala keuangan hanya PPE. Sedangkan MTB, Dividen, Cash dan CFO tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi yang dimoderasi oleh kendala keuangan.

4.3. Pembahasan Hasil Penelitian

Hipotesis 1: Leverage Keuangan Memiliki Pengaruh Negatif yang Signifikan terhadap Hubungan Dengan Kesempatan Investasi. Berdasarkan hasil dari pengujian regresi data panel pada model 1 pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel leverage keuangan memiliki pengaruh terhadap variabel kesempatan investasi. Hal ini menunjukkan jika kemampuan perusahaan manufaktur dalam menggunakan hutang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih memiliki pengaruh terhadap kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur tersebut. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Flynn (2017), Luo et al. (2021), Zhang (2013), John & Muthusamy (2011) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara hubungan leverage keuangan dengan kesempatan investasi. Artinya adalah semakin tinggi penggunaan hutang untuk membiayai aset dan proyek yang dimiliki perusahaan manufaktur di Indonesia maka kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur di Indonesia semakin menurun. Pilihan tingkat hutang pada perusahaan mungkin bergantung pada jenis opsi peluang yang tersedia untuk perusahaan manufaktur tersebut. Perusahaan manufaktur dengan pertumbuhan tinggi dapat lebih mudah untuk memnafaatkan peluang investasi dengan menggunakan leverage, sebagai konsekuensi memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dan lebih rendah risiko kebangkrutan yang timbul dari penggunaan hutang.

Hipotesis 2: Leverage Keuangan Memiliki Pengaruh Positif yang Signifikan terhadap Kendala Keuangan. Berdasarkan hasil dari pengujian regresi data panel pada model 2 di penelitian ini menunjukkan bahwa variabel leverage keuangan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kendala keuangan. Hal ini menjelaskan bahwa ketika tingkat leverage keuangan tinggi maka perusahaan akan berkesempatan untuk mengalami kendala keuangan, sebaliknya jika tingkat leverage keuangan perusahaan turun maka kesempatan untuk mengalami kendala keuangan juga akan semakin kecil. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Poursoleiman et al. (2020), Gebauer et al. (2018), Flynn (2017), dan Cutillas Gomariz & Sánchez

Ballesta (2014) yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara hubungan leverage keuangan dengan kendala keuangan. Leverage keuangan dapat meningkatkan risiko perusahaan dan biaya pembiayaan yang akan dikeluarkan oleh perusahaan manufaktur. Alasan meningkatnya risiko adalah jika dalam kasus ketidakmampuan manajer perusahaan manufaktur untuk melunasi hutang yang telah jatuh tempo, mereka menerima tekanan luar biasa dari pihak luar dan perusahaan, yang dalam memungkinkan mereka untuk dipecat dari perusahaan. Oleh karena itu, leverage keuangan meningkatkan risiko pemecatan oleh manajer yang dapat berakibat meningkatkan risiko pada perusahaan manufaktur dan mengakibatkan perusahaan manufaktur mengalami kendala keuangan.

Hipotesis 3: Pengaruh Hubungan Antara Leverage Keuangan Dan Kesempatan Investasi Dengan Dimoderasi Oleh Kendala Keuangan. Berdasarkan hasil dari pengujian regresi data panel pada model 3 di penelitian ini menunjukkan bahwa variabel leverage keuangan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap hubungannya dengan kesempatan investasi yang akan dilakukan perusahaan di masa depan. Begitu juga dengan variabel kendala keuangan yang mampu secara negative signifikan memediasi hubungan antara leverage keuangan dengan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Terjadinya kendala keuangan dalam perusahaan serta kurang tersedianya sumber daya keuangan perusahaan mampu mempengaruhi hubungan antara kemampuan perusahaan dalam menggunakan hutang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih dengan investasi yang akan dilakukan perusahaan pada masa yang akan datang.

Hasil dari pengujian regresi ini menunjukkan bahwa kendala keuangan akan memperkuat hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi. Leverage keuangan membuat perusahaan manufaktur di Indonesia menjadi lebih berhati-hati tentang jumlah investasi yang akan dikeluarkan oleh perusahaan, karena hal ini dapat meningkatkan risiko dan pemblokiran terhadap akses ke sumber daya keuangan. Keadaan pasar yang tidak sempurna ini, membuat keputusan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan manufaktur harus tetap berdasarkan strategi keuangan yang dimiliki. Pada penelitian sebelumnya hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan di masa depan bersumber dari perbedaan panjang pendeknya jatuh tempo hutang yang dimiliki perusahaan. Selain itu adanya hutang yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur dapat meningkatkan pemantauan kinerja perusahaan manufaktur di Indonesia oleh para investor serta dapat mengurangi adanya asimetri informasi yang bisa saja terjadi. Dengan demikian kendala keuangan dapat mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi perusahaan di masa depan dengan menurunkan risiko kegagalan pembayaran hutang yang dimiliki perusahaan manufaktur sehingga perusahaan manufaktur di Indonesia akan mampu untuk melakukan investasi di masa depan. Sehingga perusahaan manufaktur tetap bisa menjadi kontributor investasi terbesar di Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Gebauer et al. (2018) dan Phan (2018).

5. Kesimpulan

Leverage keuangan berpengaruh negative signifikan terhadap kesempatan investasi. Dimana variable control yang mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi adalah ukuran perusahaan (size) serta tingkat pengembalian aset (ROA), sedangkan umur perusahaan, kas yang dimiliki perusahaan serta arus kas operasi perusahaan tidak mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi. Leverage keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap kendala keuangan. Dimana variabel kontrol yang mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kendala keuangan adalah tingkat pengembalian aset (ROA), umur perusahaan dan kas yang dimiliki perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan (size) serta arus kas operasi perusahaan tidak mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kendala keuangan. Leverage keuangan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap hubungan terhadap kesempatan investasi. Kendala keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap hubungan dengan kesempatan investasi. Kendala keuangan memoderasi hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi. Dimana variable control yang mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi yang dimoderasi oleh kendala keuangan adalah Plant Property and Equipment (PPE) yang dimiliki perusahaan manufaktur, sedangkan nilai buku pasar perusahaan (MTB), dividen, kas yang dimiliki perusahaan serta operating profit (OP) tidak mempengaruhi hubungan antara leverage keuangan dengan kesempatan investasi yang dimoderasi oleh kendala keuangan.

Penelitian ini diharapkan dapat membantu pihak-pihak yang berkepentingan memahami topik yang semisal dan menjadi tambahan rujukan dan referensi untuk penelitian mendatang. Penelitian ini juga diperlukan untuk mengkonfirmasi temuan ini, tetapi berdasarkan hasil penelitian ini direkomendasikan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi, perusahaan tersebut dapat mempertimbangkan untuk menurunkan rasio leverage keuangan mereka guna mengurangi masalah penumpukkan hutang yang dimiliki perusahaan sehingga hal ini akan mengurangi risiko perusahaan untuk mengalami kendala keuangan. Dimana jika terjadi penumpukkan hutang maka perusahaan akan kesulitan untuk melakukan pembayaran sesuai dengan jatuh tempo hutang tersebut, sehingga hal ini akan menyebabkan perusahaan mengalami kendala keuangan. Selain itu dengan mengurangi leverage keuangan perusahaan dapat meningkatkan control yang lebih terhadap perusahaan. Perusahaan yang terkontrol dengan baik, akan lebih mudah untuk melakukan investasi guna membiayai kesempatan proyek – proyek perusahaan di masa depan.

Bagi Investor, pengambilan keputusan investasi yang akan digunakan investor ataupun calon investor sudah seharusnya melihat latar belakang keuangan suatu perusahaan sebagai acuan untuk menilai apakah perusahaan tersebut dapat memberikan keuntungan dalam jangka panjang dan sesuai dengan yang diharapkan atau tidak. Salah satu yang harus diperhatikan adalah dengan melihat tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Karena sesuai dengan hasil penelitian ini, kepemilikan hutang yang tinggi dapat meningkatkan risiko penumpukkan hutang dan akan mengakibatkan perusahaan akan mengalami kendala keuangan. Perusahaan yang mengalami kendala keuangan sudah pasti tidak memiliki peluang untuk melakukan proyek – proyek yang dapat mengembangkan perusahaan kedepannya. Artinya, perusahaan tidak akan dapat memberikan keuntungan untuk perusahaan maupun investor, itu sendiri.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah indikator yang diambil dalam setiap variabel masih terbatas. Dimana penelitian ini hanya membahas bagaimana dampak leverage keuangan, kendala keuangan serta kesempatan investasi perusahaan. Dan juga adanya variabel kontrol dalam melakukan penelitian ini, seperti Ukuran Perusahaan (Size), Umur perusahaan (Age), Kas yang berasal dari aktivitas operasi (CFO), Market to Book Value (MTB), Return on Assets (ROA), Keuntungan dari aktivitas operasi (OP), Kas yang dimiliki perusahaan (Cash), Aset tetap yang dimiliki perusahaan (PPE), serta Dividen. Selain itu, penelitian ini juga terbatas hanya pada perusahaan yang bergerak pada bidang industri manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam rentang periode 2016 – 2020 dengan ukuran sampel sebanyak 36 perusahaan manufaktur.

Dari hasil penelitian dan pembahasan serta keterbatasan penelitian yang sudah dipaparkan di atas oleh peneliti, sehingga saran yang dapat direkomendasikan untuk penelitian selanjutnya adalah diharapkan dapat mengubah atau menambah indikator variabel independen, seperti jatuh tempo hutang (debt maturity) agar dapat melihat pengaruh jatuh tempo hutang terhadap kendala keuangan dan kesempatan investasi. Karena leverage keuangan berhubungan dengan tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai proyek atau investasi perusahaan, dimana hutang juga memiliki jatuh tempo yang berbeda – beda, yaitu hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek. Hal ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Nguyen et al. (2020).

Daftar Pustaka

- Abbas, N., Ahmed, H., Malik, Q. A., & Waheed, A. (2018). Impact of Investment Efficiency on Cost of Equity: An Empirical Study on Shariah and Non Shariah Compliance Firms Listed on Pakistan Stock Exchange. *Pakistan Administrative Review*, 2(3), 307–322. <https://www.ssoar.info/ssoar/handle/document/60206>
- Al' Alam, M. P. A., & Firmansyah, A. (2019). The effect of financial reporting quality, debt maturity, political connection, and corporate governance on investment efficiency: Evidence from Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 7(6), 39–56.
- Bei, Z., & Wijewardana, W. P. (2012). Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 709–715. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.253>
- BKPM. (n.d.). Pemerintah Genjot Investasi untuk Memperkuat Hilirisasi Industri. <https://www.bkpm.go.id/id/publikasi/detail/berita/pemerintah-genjot-investasi-untuk->

memperkuat-hilirisasi-industri

- BKPM. (2021). Industri Manufaktur untuk Percepatan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. <https://www.bkpm.go.id/id/publikasi/detail/berita/industri-manufaktur-untuk-percepatan-pertumbuhan-ekonomi-indonesia>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2010). *Financial Management: Theory and Practice* (13th ed.). South-Western College Pub.
- Cutillas Gomariz, M. F., & Sánchez Ballesta, J. P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40(1), 494–506. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2016). Do measures of financial constraints measure financial constraints? *Review of Financial Studies*, 29(2), 271–308. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv052>
- Flynn, S. J. (2017). *Debt Structure and Future Financing and Investment* (Issue April). Arizona State University.
- Garbenado, A., Marota, R., Ilmiyono, A. F., Ekonomi, F., & Pakuan, U. (2019). Akuntansi 2019 Pengaruh Debt To Asset Ratio dan Long Term Debt To Equity Ratio terhadap Earning Per Share pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017.
- Gebauer, S., Setzer, R., & Westphal, A. (2018). Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries. *Journal of International Money and Finance*, 86, 112–130. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.04.009>
- Hennessy, C., & Whited, T. (2006). How Costly is External Financing? Evidence from a Structural Estimation. *Journal of Finance*.
- Hoang, H. C., Xiao, Q., & Akbar, S. (2019). Trade credit, firm profitability, and financial constraints: Evidence from listed SMEs in East Asia and the Pacific. *International Journal of Managerial Finance*, 15(5), 744–770. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2018-0258>
- John, F., & Muthusamy, K. (2011). Impact of Leverage on Firms Investment Decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2(4), 1–16.
- Kurt, A. C. (2018). How Do Financial Constraints Relate to Financial Reporting Quality? Evidence from Seasoned Equity Offerings. *European Accounting Review*, 27(3), 527–557. <https://doi.org/10.1080/09638180.2017.1279556>
- Luo, H., Islam, A. R. M., & Wang, R. (2021). Financing Constraints and Investment Efficiency in Canadian Real Estate and Construction Firms: A Stochastic Frontier Analysis. *SAGE Open*, 11(3). <https://doi.org/10.1177/21582440211031502>
- Phan, Q. T. (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 46, 268–280. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.03.004>
- Platt, H., & Platt, B. M. (2006). Understanding Differences Between Financial Distress and Bankruptcy. *Review of Applied Economics*, 2(2).
- Poursoleiman, E., Mansourfar, G., & Abidin, S. (2020). Financial leverage, debt maturity, future financing constraints and future investment. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(4), 613–634. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-10-2019-0430>
- Sajid, M., Mahmood, A., & Sabir, H. M. (2016). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? Empirical Evidence From KSE-30 Index of Pakistan. *Asian Journal of Economic Modelling*, 4(2), 82–89. <https://doi.org/10.18488/journal.8/2016.4.2/8.2.82.89>
- Tome, D. F. A. C. (2017). *Financial Leverage and Investment decisions: Evidence from Portuguese*

listed Companies.

Yazdanfar, D. (2013). Profitability determinants among micro firms: Evidence from Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 9(2), 151–160. <https://doi.org/10.1108/17439131311307565>

Zhang, Z. (2013). Tax Shield, Bankruptcy Cost and Optimal Capital Structure. *Finance – Fundamental Problems and Solutions*, 71–108.