

Pengaruh Financial Distress Dan Leverage Terhadap Keputusan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI

Chris Adriel Runkat¹, Rieswandha Dio Primasatya^{2*}

^{1,2}Universitas Airlangga

¹chrisadam099@gmail.com, ²rieswandhaprimasatya@supermail.id

*Corresponding Author

Diajukan : 2 Oktober 2023

Disetujui : 9 Oktober 2023

Dipublikasi : 1 April 2024

ABSTRACT

The lack of attention to capital structure funded by third-party debt by many companies can lead to an unhealthy financial condition, as experienced by one textile manufacturing company in Indonesia, which was almost delisted from the stock exchange. Based on this phenomenon, this research is conducted to determine whether financial distress and leverage affect investment decisions, using firm size as a control variable. In this study, the financial distress variable is measured by the interest coverage ratio, leverage is measured by the debt-to-asset ratio, the investment decision variable is measured by net capital expenditure divided by total assets, and the control variable firm size is measured by the natural logarithm of total company assets. This research uses a sample of 40 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) during the period 2015-2022. The analytical technique used is regression analysis with the SPSS program. The research results indicate that financial distress and leverage have a negative effect on investment decisions.

Keywords: Financial Distress, Leverage, Investment Decision, Firm size

PENDAHULUAN

Pada tahun 2023, Sritex, perusahaan manufaktur tekstil yang sudah IPO di BEI sejak tahun 2013, hampir delisting dari bursa. Perdagangan saham perusahaan manufaktur tekstil di BEI sudah dihentikan sejak 18 Mei 2022. Hal tersebut terjadi karena utang yang besar sehingga kesehatan keuangan buruk. Pada semester 1 tahun 2023, Sritex menanggung defisit modal karena jumlah liabilitas yang jauh lebih besar dari aset. Jumlah liabilitas SRIL sebesar Rp 23,8 triliun. Sedangkan total aset SRIL hanya Rp 10,75 triliun. Tercatat utang bank dan obligasi sebesar Rp 19,82 triliun (utang bank sebesar Rp 14,22 triliun dan obligasi sebesar Rp 5,6 triliun). SRIL menanggung utang jangka panjang yang besar, terutama dari bank dan penerbitan obligasi. Ketika Sritex menjual aset, mereka tetap tidak mampu menutupi semua hutang (cnbcindonesia.com, 2023).

Kasus lain juga terjadi pada perusahaan manufaktur teh Sariwangi di tahun 2018 yang dinyatakan pailit oleh Pengadilan Niaga Jakarta Pusat. Hal tersebut terjadi karena Sariwangi melanggar perjanjian perdamaian soal utang piutang dengan PT Bank ICBC. Sebelumnya, Bank ICBC setuju dengan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) yang diajukan Sariwangi dengan utang sebesar Rp 309,6 M (finance.detik.com, 2018). Namun karena tidak memenuhi kewajiban cicilan utang, perjanjian tersebut dibatalkan. Ketidakmampuan melunasi hutang, yang awalnya digunakan perusahaan untuk tujuan yang baik seperti meningkatkan investasi/operasional perusahaan (*leverage*) akan berdampak negatif seperti bangkrutnya Sritex dan Sariwangi.

Terakhir, salah satu kasus besar yang viral di Indonesia adalah kasus PT Asuransi Jiwasraya. Walaupun mereka dalam kondisi *financial distress*, namun tetap memaksakan diri untuk berinvestasi. Pada tahun 2006, OJK menyatakan bahwa ekuitas Jiwasraya minus Rp3,29T. Bahkan pada tahun 2009, menjadi defisit Rp6,3T. Namun dalam kondisi parah, mereka tetap berinvestasi pada klub bola Manchester City pada tahun 2014, dengan tujuan meningkatkan popularitas demi keuntungan. Jiwasraya pun menaruh investasi mereka ke saham-saham gorengan seperti IIKP agar mendapat keuntungan besar. Namun justru hal tersebut menyebabkan mereka mengalami gagal bayar klaim asuransi. Mereka melanggar prinsip kehati-hatian dalam investasi, yakni 95% dana investasi ditaruh di aset berisiko. Sehingga hal ini sangat merugikan *stakeholder* yang ada (cnnindonesia.com, 2019).

Menurut ojk, investasi adalah penanaman modal yang dilakukan untuk memberi manfaat jangka panjang, dalam bentuk pembelian aktiva atau surat berharga untuk memperoleh keuntungan. Pengeluaran modal tersebut untuk pembelian aktiva tetap seperti mesin, peralatan, tanah dan bangunan. Investasi mempengaruhi intensitas dan pertumbuhan kegiatan ekonomi secara keseluruhan. Karena itu, keputusan investasi menjadi perhatian khusus tidak hanya bagi pembuat kebijakan dan peneliti, namun juga untuk manajer dan pemilik perusahaan. Secara umum, investasi yang optimal adalah investasi yang menghasilkan proyek dengan NPV yang positif sehingga dapat memanfaatkan peluang investasi dengan baik. Menurut Arshad (2012), NPV adalah nilai bersih saat ini, yang merupakan jumlah dari semua arus kas masa depan untuk menentukan nilai sekarang.

Keputusan investasi tidak selalu sesuai ekspektasi karena adanya ketidaksempurnaan di pasar modal seperti asimetri informasi dan *agency cost*. Hal tersebut terjadi karena perusahaan tidak melakukan semua proyek yang menguntungkan atau bahkan melaksanakan proyek berisiko tinggi dengan NPV negatif (Modigliani dan Miller dalam Rustam, 2015). Keterbatasan keuangan dapat membatasi manajer untuk membiayai investasi karena perusahaan berpeluang untuk menolak proyek dengan NPV positif karena pembiayaan yang lebih tinggi.

Perusahaan yang ingin berinvestasi pasti melakukan pembelian aset untuk menunjang kegiatan operasional. Salah satu metode yang biasa digunakan adalah pinjaman. Saat operasi berjalan, perusahaan bisa untung ataupun rugi. Namun, mereka tetap harus membayar pokok utang dan beban bunganya ke kreditur. Jika arus kas negatif karena hal tersebut, maka akan terjadi *financial distress*. Hal ini tentu mengganggu likuiditas perusahaan. Dalam hal ini, perusahaan yang memiliki lebih banyak likuiditas dan memiliki peluang investasi yang lebih besar, akan mengarahkan pada tingkat investasi yang lebih tinggi (Lopez et al., 2015).

Salah satu faktor lain yang mempengaruhi keputusan investasi adalah *leverage*. *Leverage* adalah penggunaan dana yang sumbernya dari utang yang bertujuan untuk meningkatkan keuntungan melalui investasi ataupun pembiayaan aset perusahaan. Dalam pasar yang terdampak, *leverage* memiliki dampak terhadap keputusan investasi karena *leverage* yang lebih besar dapat menghasilkan pengembalian yang lebih besar pada ekuitas dan portofolio saham. Namun, jika investasi tidak berjalan sesuai ekspektasi karena adanya ketidakpastian dalam pasar, maka *leverage* akan membahayakan karena akan membuat perusahaan berada dalam kondisi *financial distress* (Arif et al., 2019). *Leverage* dapat memiliki dampak negatif yang kuat terhadap imbal hasil investasi pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah, asimetri informasi dan volatilitas yang lebih tinggi. Oleh karena itu, *leverage* penting untuk diteliti dampaknya bagi investasi perusahaan karena seperti “pedang bermata dua”. Keputusan menggunakan *leverage* haruslah disesuaikan dengan kondisi keuangan perusahaan, profil risiko, dan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang terkait dengan pinjaman tersebut (Chang et al., 2020).

Firm size sebagai variabel kontrol merupakan skala yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan yang dapat diukur dengan nilai *total aset*, *log price*, nilai pasar saham, dan nilai lainnya. *Firm size* mempengaruhi cara suatu perusahaan dalam berinvestasi. Besar kecilnya *firm size* tersebut ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan dan ditentukan berdasarkan total penjualan, total aset, dan rata-rata tingkat penjualan. Perusahaan yang berukuran besar cenderung mempunyai berbagai kelebihan dibandingkan perusahaan kecil seperti kemudahan memperoleh dana dari pasar modal, menentukan kekuatan *bargaining power* dalam kontrak keuangan, dan ada kemungkinan

pengaruh skala dalam biaya dan *return* dapat membuat perusahaan dengan ukuran lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba (Hasnawati dan Sawir, 2015).

Dalam penelitian Lopez et al. (2015), yang meneliti bagaimana pengaruh *financial distress* terhadap keputusan investasi pada perusahaan di Jerman, Kanada, Spanyol, dan lainnya menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan peluang yang lebih kecil memiliki kecenderungan besar untuk berinvestasi rendah, sedangkan perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan peluang yang lebih baik tidak menunjukkan perilaku investasi yang berbeda dengan perusahaan yang sehat. Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji pengaruh *leverage* terhadap keputusan investasi seperti penelitian oleh Arif et al. (2019) dan Vo (2019) sama-sama menghasilkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Namun pembedanya adalah Arif meneliti perusahaan manufaktur, baik milik negara maupun non milik negara yang terdaftar di Shanghai and Shenzhen Stock Exchange (China), dan Vo meneliti perusahaan non finansial yang terdaftar di Ho Chi Minh City Stock Exchange (Vietnam). Untuk *firm size* sebagai variabel kontrol, menurut Chi dan Choi (2017), yang mendapatkan bahwa ketika *firm size* kecil, terjadi *underinvestment*. Namun, ketika perusahaan tumbuh cukup besar, terjadi *overinvestment*, yakni pengeluaran investasi dalam berbagai proyek yang telah melebihi kapasitas keuangan, sehingga berbahaya bagi kelangsungan perusahaan.

Keputusan tersebut dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti karakteristik perusahaan dan kondisi ekonomi. Menurut Awal (2022), sektor saham di Indonesia ada 11 yakni *energy, basic materials, consumer cyclicals, non-cyclicals*, keuangan, kesehatan, industri, infrastruktur, properti, teknologi, dan transportasi. Menurut Utami (2022), sektor utama di dalam manufaktur sendiri di bagi menjadi tiga, yakni sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang konsumsi. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang memproduksi bahan baku mentah hingga menjadi suatu produk jadi, sehingga tentunya perusahaan memerlukan pengeluaran investasi untuk pabrik, mesin, peralatan, tanah dan bangunan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini perusahaan manufaktur menjadi objek penelitian yakni perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan pengeluaran modal sebagai patokan variabel keputusan investasi.

Berdasarkan penjelasan diatas maka penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *financial distress* dan *leverage* terhadap keputusan investasi dengan *firm size* sebagai variabel kontrol dengan menggunakan sampel penelitian yang berbeda dari penelitian sebelumnya yaitu pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015-2022. Adanya perbedaan sampel dan tambahan variabel kontrol, diharapkan penelitian kali ini berhasil menjawab permasalahan tersebut

TINJAUAN PUSTAKA

Agency Theory

Agency theory, menurut Jensen dan Mackling (1976), menjelaskan bahwa adanya konflik kepentingan antara manajer (*agents*) dan pemilik (*principals*). Dalam hal ini pemilik merupakan pihak yang memberi perintah kepada manajer agar menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan *principal* dan manajer sebagai *agent* harus bertanggung jawab terhadap *principal* untuk menjalankan perusahaan dan mengakomodasi kepentingan *principal*. *Principal* perlu memberikan insentif, bonus, dan kompensasi (*agency cost*) agar *agent* dapat menjalankan sesuai kepentingan atau keinginan *principal*. Namun, hal tersebut tidak menjamin *agent* akan bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*. Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan konflik kepentingan yang disebut *agency problem*.

Kaitannya dengan keputusan investasi, di mana perbedaan kepentingan terjadi antara *stakeholders* dan manajer perusahaan. Misal, saat terjadi *financial distress*, pemilik ingin manajer untuk mengurangi investasi untuk menghemat biaya karena jumlah kas yang menipis dan beban bunga yang tinggi. Namun manajer bisa melakukan sebaliknya karena ingin menambah mesin produksi demi menambah laba yang menguntungkan perusahaan (*overinvestment*).

Megginson (1997) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan utang (*leverage*) dan dividen memiliki peranan penting dalam pengendalian keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan para *shareholder*. *Financial distress* bisa menimbulkan konflik keagenan seperti melalui *asset substitution* dan *underinvestment*. Masalah substitusi aset adalah saat manajemen dengan sengaja menipu dengan mengganti aset berkualitas tinggi ke aset

yang berkualitas rendah setelah dilakukannya analisis kredit. Sedangkan *underinvestment* adalah pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan lebih rendah daripada yang seharusnya diharapkan. *Firm size* dapat memberikan *size effect* kepada *principal* seperti *firm size* yang besar mengindikasikan perusahaan memiliki jumlah aset yang lebih besar pula. Aset tersebut dapat dikelola oleh *agent* untuk menciptakan laba yang besar demi meningkatkan kesejahteraan *shareholder*.

Pecking Order Theory

Pecking order theory, Myers dan Majluf (1984) mengemukakan teori ini dengan mempertimbangkan faktor asimetri informasi yang belum diasumsikan pada *trade off theory*. Teori ini berpendapat bahwa terdapat asimetri informasi antara *insiders* (manager) dengan *outsiders* (investor). Para manajer dianggap mempunyai informasi perusahaan yang lebih banyak daripada investor, yang tahu informasi perusahaan lewat media seperti laporan keuangan.

Dalam memutuskan untuk berinvestasi, perusahaan pasti berusaha memaksimalkan nilai dengan memilih sumber pendanaan yang paling efisien. Maka dari itu laba ditahan menjadi opsi utama sebelum melakukan pendanaan dari luar. Penerbitan saham baru dapat direspon investor sebagai tingginya rasa percaya diri manajemen terhadap perusahaan. Namun hal tersebut bisa saja direspon sebaliknya yakni kekhawatiran manajemen serta memberikan sinyal bahwa harga saham saat ini *overvalued*. Penerbitan saham baru menyebabkan harga saham menjadi turun sehingga kurang diminati oleh investor.

Pada teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu melainkan hanya ada hirarki sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang menguntungkan umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan memiliki target *debt ratio* yang rendah, namun karena mereka memerlukan pendanaan eksternal yang sedikit. Perusahaan yang kurang menguntungkan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dana internal seperti laba ditahan tidak mencukupi dan mereka lebih menyukai utang sebagai pendanaan eksternal.

Dengan mempertimbangkan hal ini, *pecking order theory* berpendapat bahwa manajer akan memprioritaskan penggunaan dana internal (laba ditahan) daripada penggunaan dana eksternal. Prioritas selanjutnya adalah pendanaan eksternal yang berasal dari utang dan terakhir adalah penerbitan ekuitas.

Keputusan Investasi

Pengertian keputusan investasi menurut Bodie et al., (2019) adalah komitmen pengelolaan sumber daya yang dimiliki dengan harapan memperoleh sumber daya yang lebih besar di masa depan. Dalam perusahaan, komitmen tersebut bisa dalam bentuk aset riil (mesin, tanah, dan bangunan) atau aset keuangan. Saat para investor membeli saham dari perusahaan, maka perusahaan akan memperoleh modal yang digunakan untuk membeli aset riil yang akan menunjang operasionalnya. Keputusan investasi merupakan keputusan yang dikeluarkan perusahaan terkait dengan mengeluarkan dana saat ini dengan harapan untuk menghasilkan arus masuk di masa mendatang dengan jumlah yang lebih besar daripada saat investasi awal. Ini sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan karena menyangkut dana yang akan digunakan untuk investasi, jenis investasi, pengembalian investasi dan risiko investasi yang mungkin timbul. Pengambilan keputusan investasi biasanya sulit, karena memerlukan penilaian atas situasi di masa depan yang tidak mudah diprediksi karena adanya faktor ketidakpastian (Martono dan Harjito, 2013). Menurut Martono dan Harjito (2013) menjelaskan bahwa pengukuran keputusan investasi dapat dilakukan dengan berbagai cara. Salah satu cara yang mereka sampaikan adalah dengan menggunakan beberapa indikator atau metrik, yaitu: 1) *Return On Investment (ROI)*, 2) *Payback Period*, 3) *Net Present Value (NPV)*, 4) *Internal Rate of Return (IRR)* dan 5) *Profitability Index*.

Financial Distress

Financial distress merupakan kondisi keuangan perusahaan yang mendekati kebangkrutan. Perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya yang menyebabkan mereka mempunyai

total *liabilities* yang lebih besar dibandingkan total aset dan tidak dapat mencapai tujuan dari perusahaan yaitu menghasilkan keuntungan (Baldwin dan Scott, 1983).

Penelitian ini, menggunakan perhitungan *interest coverage ratio* dalam mengukur *financial distress*. Jika angka yang didapatkan semakin besar, maka semakin sehat perusahaan karena beban bunga lebih kecil daripada EBIT, demikian sebaliknya. Di sisi lain, keputusan investasi tentunya perlu dana untuk mencapainya. Investasi pada aset produktif, perlu dilakukan untuk meningkatkan pertumbuhan bisnis dan keluar dari kondisi *financial distress*. Namun, pengeluaran perusahaan tentu tidak terbatas pada kegiatan investasi sehingga diperlukan penghematan biaya untuk aktivitas bisnis lainnya seperti operasional dan lainnya yang tentunya keputusan yang harus dipertimbangkan dengan matang. Keputusan investasi yang tidak efektif akan membuat kondisi perusahaan menjadi semakin buruk.

Vosoughi et al., (2016) menyatakan bahwa terdapat hubungan signifikan antara *financial distress* dan *investment efficiency*. Bhagat et al., (2005) menemukan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* namun masih memiliki kesehatan ekonomi yang baik akan mengurangi belanja modal, menjual aset dengan harga rendah, dan tidak melakukan investasi proyek yang berisiko. Dalam penelitian Ahmadi dan Kordloei (2018) pada tabel hasil estimasi menunjukkan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *investment behavior*. Dari hasil penelitian terdahulu tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* akan cenderung memilih menghindari *over-investment*. Adanya kecenderungan bahwa semakin perusahaan berada dalam kondisi *financial distress*, maka semakin rendah pengeluaran investasi yang dilakukan perusahaan, untuk menjawab rumusan masalah pertama, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: *Financial distress* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi.

Leverage

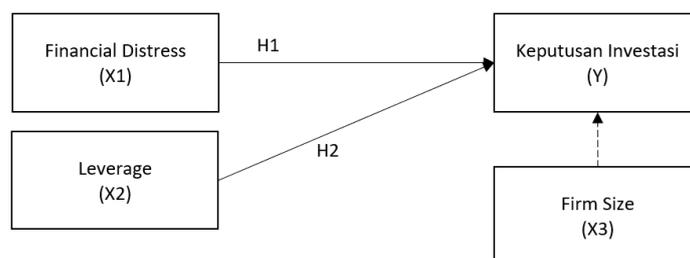
Leverage adalah rasio yang digunakan untuk mengukur besarnya aset perusahaan yang dibiayai oleh utang (Kasmir, 2014). Rasio leverage yang besar dapat digunakan investor sebagai dasar dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi memiliki tanggung jawab yang besar untuk melunasi utangnya sehingga akan memotivasi mereka untuk lebih meningkatkan kinerja demi laba yang lebih besar. Dengan tingginya utang, maka risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan juga semakin tinggi, sehingga investor berekspektasi bahwa laba yang diperoleh perusahaan harus besar untuk mencegah likuidasi. *Leverage* yang dimanfaatkan secara efektif dan efisien akan meningkatkan nilai dari perusahaan (Rahmawati dan Fajri, 2021). *Leverage* dihitung dengan *Debt to Asset Ratio*, yakni rasio yang membandingkan antara total liabilitas dan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini juga digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban tetap seperti angsuran pinjaman termasuk bunganya (Phan, 2018).

Penggunaan *leverage* untuk memenuhi kebutuhan *cashflow* dapat memitigasi masalah *overinvestment*, namun juga dapat menyebabkan masalah *underinvestment* (Ogden et al., 2003). Dampak negatif yang ditimbulkan dari *leverage* adalah insentif bagi manajemen untuk bertindak sesuai kepentingan pemegang saham dengan melakukan ekspropriasi kekayaan dari para kreditur. Kreditur tentu tidak tinggal diam, karena mereka akan membatasi tindakan manajemen melalui perjanjian kredit dan setiap tambahan utang akan dikenakan *yield* yang lebih besar. Tindakan antisipasi oleh kreditur tersebut dapat mendorong terjadinya *underinvestment*.

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji pengaruh *leverage* terhadap keputusan investasi. Penelitian oleh Arif et al. (2019) dan Vo (2019) sama-sama menghasilkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Namun pembedanya adalah Arif meneliti perusahaan manufaktur, baik milik negara maupun non milik negara yang terdaftar di *Shanghai and Shenzhen Stock Exchange* (China), dan Vo meneliti perusahaan non finansial yang terdaftar di *Ho Chi Minh City Stock Exchange* (Vietnam). Untuk menjawab rumusan masalah kedua, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya, maka dapat ditarik kerangka konseptual pada penelitian ini sebagai berikut :



Gambar 1 Kerangka Konseptual

METODE

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan menguji hipotesis. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengungkapkan bagaimana financial distress dan leverage memengaruhi keputusan investasi sebuah perusahaan, dengan menggunakan firm size sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan skala rasio dalam analisis datanya. Data yang digunakan berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015 hingga 2022. Data ini diperoleh melalui metode dokumentasi. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dalam periode tersebut. Data akan diperoleh melalui 40 perusahaan manufaktur yang telah dipilih secara acak selama 8 tahun sehingga total populasinya 320 perusahaan. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *random sampling*, yakni sampel yang diambil hanyalah sampel yang memenuhi kriteria tertentu seperti: 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI pada periode 2015-2022. 2) Perusahaan memiliki sumber data seperti laporan laba rugi dan laporan perubahan posisi keuangan secara lengkap. Strategi pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah strategi arsip.

Berikut adalah definisi operasional dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

1. Variabel keputusan investasi sebagai variabel dependen menggunakan rumus yang digunakan dalam penelitian Ding et al. (2019) dan Khan et al. (2019), sebagaimana disajikan pada rumus berikut:
$$Investment = (Ending\ net\ fixed\ asset - Beginning\ net\ fixed\ asset + Depreciation) / (Total\ Asset)$$
2. Variabel *financial distress* diukur menggunakan rumus ICR (*interest coverage ratio*). Rumus untuk rasio ICR ini adalah laba operasi (EBIT) dibagi dengan beban bunga atau biaya keuangan.
3. Variabel *leverage* diukur menggunakan rumus *Debt to Asset Ratio* (DAR).
4. Variabel *firm size* diukur menggunakan rumus logaritma natural dari total aset perusahaan.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Adapun rumus yang diaplikasikan yaitu:

$$KI_{it} = \alpha + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Size_{it} + e$$

Keterangan:

- KI_{it} : Keputusan investasi pada periode ke-t
 α : Konstanta
 $\beta_1 FD_{it}$: Koefisien regresi *Financial Distress* pada periode ke-t
 $\beta_2 Lev_{it}$: Koefisien regresi *Leverage* pada periode ke-t
 $\beta_3 Size_{it}$: Koefisien regresi *Firm Size* pada periode ke-t
e : eror

HASIL

Deskriptif Statistik Variabel

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
Keputusan Investasi	40	-0.71	1.59	0.3300	0.26689
Financial Distress	40	-163.68	53826.41	353.98	3099.56
Leverage	40	0.07	3.39	0.4699	0.34926
Firm size	40	25.64	32.61	29.0013	1.6122
Valid N (listwise)	320				

Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Variabel dependen keputusan investasi memiliki nilai rata-rata sebesar 0,33 yang lebih besar daripada nilai standar deviasi sebesar 0,267. Hal tersebut menunjukkan adanya data yang lebih homogen satu dengan lainnya sehingga data tidak tersebar dan dapat digunakan untuk interpretasi data. Hasil nilai rata-rata sebesar 0,33 menunjukkan bahwa perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini memiliki komposisi penambahan aset tetap setelah ditambah dengan depresiasi sebesar 33% dari total aset yang mereka miliki, sehingga terbilang besar sebagai perusahaan manufaktur. Nilai minimum sebesar -0,71 diperoleh dari PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk pada tahun 2017 dan nilai maksimum sebesar 1,59 diperoleh dari PT Tirta Mahakam Resources, Tbk pada tahun 2022.

Variabel independen *financial distress* yang diukur dengan rumus ICR. Dari 40 sampel perusahaan ditemukan nilai minimum sebesar -163,68 pada PT Polychem Indonesia, Tbk tahun 2022. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki beban bunga yang lebih tinggi dibandingkan laba usahanya yang minus. Nilai maksimum yang didapat adalah sebesar 53826,41 diperoleh dari PT Wilmar Cahaya Indonesia, Tbk pada tahun 2021. Semakin besar nilai *interest coverage ratio* maka perusahaan semakin mampu membayar beban bunga yang ada. Rata-rata nilai dalam penelitian ini sebesar 353,98 dan standar deviasi sebesar 3099,56.

Variabel independen *leverage* yang diukur dengan rumus DAR. Dari 40 sampel perusahaan ditemukan nilai minimum sebesar 0,07 pada PT Industri Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk tahun 2015. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki utang yang jauh lebih kecil dibandingkan asetnya. Nilai maksimum yang didapat adalah sebesar 3,39 diperoleh dari PT Tirta Mahakam Resources, Tbk pada tahun 2022. Semakin besar nilai *debt to asset ratio* maka sebagian besar aset perusahaan dibiayai oleh utang. Rata-rata nilai dalam penelitian ini sebesar 0,4699 dan standar deviasi sebesar 0,3493.

Variabel kontrol *firm size* diukur menggunakan rumus logaritma natural dari total aset. Memiliki nilai rata-rata sebesar 29 dan standar deviasi sebesar 1,61. Dari 40 sampel ditemukan nilai minimum sebesar 25,64 yang diperoleh dari PT Alaskan Industrindo Tbk tahun 2016. Sedangkan nilai maksimum sebesar 32,61 pada PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk tahun 2022 sehingga bisa disimpulkan total aset perusahaan tersebut terbesar di antara semua sampel perusahaan, yakni dengan aset lancar komposisi terbesar ada di kas dan piutang usaha, serta aset tetap dengan komposisi terbesar ada di mesin dan bangunan serta adanya aset dalam pengerjaan.

Uji Normalitas

Berikut hasil dari uji normalitas sebelum outlier:

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		40
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.26569460
Most Extreme Differences	Absolute	.148
	Positive	.148
	Negative	-.092
Test Statistic		.148
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

Tabel 4.1 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Sebelum Outlier

Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Pada hasil uji di atas, distribusi data belum bersifat normal karena besarnya Asymp. Sig. (2-tailed) lebih kecil dari 5% (0,05) yakni 0,000 sehingga perlu dilakukan outlier data. Pada pengujian ini. Dari 40 data, dilakukan reduksi data outlier sebanyak 98 data sehingga data yang akan diuji sebanyak 302 data. Penulis melakukan reduksi data outlier berdasarkan *boxplot* pada SPSS. Berikut adalah hasil dari uji normalitas setelah *outlier*:

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		302
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.14246630
Most Extreme Differences	Absolute	.082
	Positive	.082
	Negative	-.042
Test Statistic		.082
Asymp. Sig. (2-tailed)		.075 ^c

Tabel 4.2 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Setelah Outlier

Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Pada hasil uji di atas, distribusi data sudah bersifat normal karena besarnya Asymp. Sig. (2-tailed) lebih besar dari 5% (0,05) yakni 0,075.

Uji Heteroskedastisitas

Berikut adalah hasil uji heteroskedastisitas:

Variabel Penelitian	Sig.	Keterangan
FD	0,171	Tidak terjadi heteroskedastisitas
LEV	0,532	Tidak terjadi heteroskedastisitas
SIZE	0,273	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Tabel 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa seluruh nilai signifikansi variabel independen lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Berikut adalah hasil dari uji autokorelasi:

Nilai Durbin Watson	1,959	Tidak terjadi autokorelasi
---------------------	-------	----------------------------

Tabel 4.4 Hasil Uji Autokorelasi persamaan 1
 Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Dari hasil kriteria uji di atas, nilai *Durbin-Watson* terletak di antara d_U dan $4-d_U$ (berada di tengah) sehingga bisa disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada data yang diuji.

Uji Multikolinearitas

Berikut hasil uji multikolinearitas:

Variabel Penelitian	TV	VIF	Keterangan
FD	0,677	1,478	tidak terjadi multikolinearitas
LEV	0,653	1,532	tidak terjadi multikolinearitas
SIZE	0,918	1,090	tidak terjadi multikolinearitas

Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinearitas
 Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas menunjukkan semua variabel independen tidak saling berkorelasi karena nilai *tolerance* di atas 0,1 dan VIF di bawah 10 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas.

Uji Hipotesis (T)

Berikut hasil uji hipotesis:

Model		Coefficients ^a			t	Sig.
		Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta		
1	(Constant)	-.072	.243		-.295	.768
	FD	-.001	.000	-.206	-2.497	.014
	LEV	-.130	.056	-.187	-2.326	.021
	SIZE	.017	.008	.167	2.032	.044

a. Dependent Variable: KI

Tabel 4.9 Hasil Uji T Regresi Linier Berganda
 Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Berdasarkan tabel hasil uji hipotesis dapat disimpulkan bahwa:

1. FD memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,014 dan memiliki T hitung $2,497 > T$ tabel 1,96 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel FD berpengaruh positif terhadap variabel dependen Keputusan Investasi (Y).
2. LEV memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,021 dan memiliki T hitung $2,323 > T$ tabel 1,96 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel FD berpengaruh positif terhadap variabel dependen Keputusan Investasi (Y).
3. SIZE memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,044 dan memiliki T hitung $2,032 > T$ tabel 1,96 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel SIZE berpengaruh positif terhadap variabel dependen Keputusan Investasi (Y).

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda maka diperoleh model regresi sebagai berikut:

$$KI = -0,072 - 0,001 FD - 0,130 LEV + 0,017 SIZE + e$$

Dari persamaan regresi diatas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Nilai konstanta -0,072 menunjukkan besarnya nilai KI (Y). Konstanta menunjukkan apabila variabel FD dan Size sama dengan nol atau konstan, maka variabel KI (Y) akan bernilai sebesar -0,072.
2. Nilai koefisien regresi FD = -0,001 yang menunjukkan setiap adanya peningkatan pada variabel FD sebesar satu satuan, maka variabel KI (Y) akan turun sebesar 0,001 dengan asumsi variabel bebas lainnya adalah konstan.
3. Nilai koefisien regresi LEV = -0,13 yang menunjukkan setiap adanya peningkatan pada variabel LEV sebesar satu satuan, maka variabel KI (Y) akan turun sebesar 0,13 dengan asumsi variabel bebas lainnya adalah konstan.
4. Nilai koefisien regresi SIZE = 0,017 yang menunjukkan setiap adanya peningkatan pada variabel SIZE sebesar satu satuan, maka variabel KI (Y) akan naik sebesar 0,017 dengan asumsi variabel bebas lainnya adalah konstan.

Uji koefisien determinasi

Berikut hasil uji koefisien determinasi:

Tabel 4.10 Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,355 ^a	0,126	0,117	0,11286

a. Predictors: (Constant), SIZE, FD, LEV

b. *Dependent variable:* KI

Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Tabel di atas menjelaskan nilai R Square yang diperoleh adalah 0,126. Artinya model penelitian dapat menjelaskan variabel dependen keputusan investasi sebesar 12,6% dan sisanya sebesar 87,4% dijelaskan oleh model penelitian lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini.

Uji Simultan (Uji F)

Adapun hasil uji simultan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.11 Hasil Uji Simultan

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	0,117	3	0,039	3,861	0,029 ^b
Residual	2,992	298	0,010		
Total	3,109	301			

a. Dependent Variable: KI

b. Predictors: (Constant), SIZE, FD, LEV

Sumber: Hasil olahan penulis berdasarkan output SPSS

Tabel 4.11 menunjukkan bahwa nilai F_{hitung} 3,861 > F_{tabel} 2,63 dengan tingkat signifikansi 0,029 yang berarti lebih kecil dari 0,05. Sehingga hal ini menunjukkan bahwa FD (X1), LEV (X2), dan SIZE (X3) secara bersama-sama berpengaruh terhadap KI (Y).

PEMBAHASAN

Pengaruh *Financial Distress* terhadap Keputusan Investasi

Berdasarkan hasil uji T, menunjukkan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi, sehingga H1 diterima. Tingkat signifikansi sebesar 0,014 dan nilai koefisien regresi sebesar -0,001 menunjukkan variabel *financial distress* memiliki pengaruh negatif, yakni adanya peningkatan pada variabel FD sebesar satu satuan, maka variabel KI akan turun sebesar 0,001. Dengan demikian hipotesis pertama diterima.

Perusahaan yang mengalami *financial distress* cenderung memiliki pengeluaran investasi aset tetap yang rendah. Perusahaan akan menghindari proyek dengan NPV positif karena berfokus memperbaiki kondisi keuangan. Perusahaan mengurangi investasi saat mengalami *financial distress* dengan kerugian operasi, menghindari investasi yang berisiko tinggi, pengeluaran modal dan menjual aset dengan harga yang rendah sampai kondisi keuangan membaik (Bhagat et al., 2005). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Bhagat, sebanyak 40% perusahaan tetap dapat meningkatkan investasinya meskipun dalam kondisi *financial distress*. Hal tersebut karena mereka dibiayai oleh *equity claimants* yang berspekulasi akan terjadinya pembalikan nasib perusahaan, walau mereka saat itu tahu perusahaan sedang dalam kondisi rugi. Perusahaan yang tidak memiliki peluang yang sama dan dibiayai oleh *equity claimants* harus mengurangi investasinya demi keberlangsungan perusahaan.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Vosoughi et al., (2016) yang menemukan bahwa *financial distress* mempunyai hubungan yang negatif terhadap *investment efficiency*. Artinya ketika perusahaan mengalami *financial distress*, efisiensi investasi menjadi lebih rendah. Dengan kata lain, pada saat *financial distress*, perusahaan terpaksa akan mengabaikan investasi pada proyek dengan NPV positif.

Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Campello et al., (2010) yang menjelaskan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* merencanakan penghematan yang lebih dalam belanja teknologi, tenaga kerja, dan belanja modal. Perusahaan juga akan menghabiskan uang tunai lebih banyak, menarik jalur kredit karena khawatir bank akan membatasi akses di masa depan, dan menjual lebih banyak aset untuk mendanai operasi agar tetap berjalan sehingga investasi menurun. Berdasarkan hasil penelitian dan jurnal pendukung menunjukkan bahwa *financial distress* terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan investasi.

Pengaruh *Leverage* terhadap Keputusan Investasi

Berdasarkan hasil uji T, menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi, sehingga H2 diterima. Tingkat signifikansi sebesar 0,021 dan nilai koefisien regresi sebesar -0,130 menunjukkan variabel *leverage* memiliki pengaruh negatif, yakni adanya peningkatan pada variabel LEV sebesar satu satuan, maka variabel KI akan turun sebesar 0,130. Dengan demikian hipotesis kedua diterima.

Leverage diukur dengan *debt to asset ratio*. Ketika rasio ini terlalu besar karena jumlah utang mendekati aset, hal ini dapat membahayakan karena membuat perusahaan mengalami risiko kebangkrutan yang tinggi. Rasio ini memberikan gambaran tentang sejauh mana perusahaan dapat memanfaatkan utang untuk mendanai operasional dan investasinya. Dalam penelitian Phan (2018), hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* secara signifikan berdampak negatif terhadap investasi perusahaan. Hubungan negatif antara *leverage* dan investasi perusahaan juga berlaku untuk perusahaan swasta yang mendapatkan pinjaman jangka panjang dari bank. Dampak utang jangka panjang terhadap investasi memiliki dua sisi yakni *leverage* memiliki dampak negatif terhadap perilaku investasi karena adanya potensi konflik kepentingan antara pemegang utang dan pemegang saham. Perusahaan dapat menolak untuk berinvestasi jika mereka tidak dapat mengumpulkan dana dalam jangka waktu yang panjang karena tidak ingin menanggung risiko *rollover*. Dengan demikian, pembiayaan utang perusahaan dan investasi berkorelasi negatif.

Pada penelitian Chang et al. (2020), nilai buku *leverage* yang lebih tinggi memiliki efek negatif pada investasi perusahaan. Interaksi antara pembiayaan utang dan perilaku investasi perusahaan dipengaruhi oleh faktor eksternal dan intrinsik. Teori *underinvestment* menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai buku *leverage* yang lebih tinggi cenderung tidak memanfaatkan peluang investasi sehingga biaya pembiayaan utang yang lebih besar menciptakan potensi *underinvestment*. Manajer dapat mengurangi dampak negatif dengan menurunkan nilai buku *leverage* karena perusahaan dengan nilai buku *leverage* yang lebih tinggi berpotensi menghadapi risiko gagal bayar yang lebih tinggi dan sulit mendapatkan dana baru dari sumber pembiayaan eksternal.

Terakhir, pada penelitian Khan et al. (2019), dampak *leverage* terhadap investasi dapat mengurangi investasi, tergantung pada ketidakpastian yang mendasari dan sifat perusahaan. Secara khusus, hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian spesifik perusahaan, pasar, dan CAPM mempengaruhi hubungan antara *leverage* dan investasi untuk perusahaan non-BUMN. Sedangkan, ketidakpastian kebijakan ekonomi mempengaruhi hubungan *leverage* investasi untuk BUMN. Penelitian ini menunjukkan bahwa ketidakpastian memiliki dampak yang besar terhadap struktur modal perusahaan non-keuangan, yang pada gilirannya mempengaruhi perilaku investasi perusahaan. Oleh karena itu, sensitivitas perusahaan terhadap ketidakpastian harus dipertimbangkan pada saat membuat keputusan untuk berinvestasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian spesifik perusahaan dan pasar dapat memperburuk efek negatif dari *leverage* terhadap investasi untuk perusahaan non-BUMN, yang menyebabkan kurangnya investasi. Hal ini mengimplikasikan bahwa risiko masalah keagenan meningkat dengan adanya *leverage*, dan insentif untuk menunda investasi dapat meningkat dengan adanya ketidakpastian spesifik perusahaan dan pasar untuk perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi dan memiliki keterbatasan keuangan. Berdasarkan hasil penelitian dan jurnal pendukung menunjukkan bahwa *leverage* terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan investasi.

Pengaruh *Firm size* sebagai variabel kontrol terhadap Keputusan Investasi

Firm size memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,044 dan nilai koefisien regresi sebesar 0,017 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *firm size* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Chi dan Choi (2017), yang mendapatkan bahwa ketika *firm size* kecil, akan terjadi *underinvestment*. Namun, ketika perusahaan tumbuh besar, terjadi *overinvestment*, yakni pengeluaran investasi dalam berbagai proyek yang telah melebihi kapasitas keuangan mereka sehingga berbahaya bagi kelangsungan perusahaan. Sehingga dalam penelitian tersebut, hubungan antar variabel bersifat positif.

Pada penelitian De Guevara et al. (2021), yang meneliti tentang UMKM menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran kecil cenderung memiliki akses pembiayaan yang lebih rendah daripada perusahaan berukuran besar karena mereka lebih terpengaruh oleh informasi asimetris, yakni informasi yang tersedia bagi pemberi pinjaman yang terbatas dan berkualitas buruk, dan memiliki lebih sedikit agunan. Masalah-masalah ini membuat kondisi perusahaan menjadi *financial distress* sehingga mempengaruhi keputusan investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan yakni semakin rendah. Perusahaan perlu merancang langkah untuk meningkatkan akses pembiayaan UMKM, yang terdampak lebih besar saat dulu pandemi, yakni pada perusahaan yang lebih kecil dan kurang tangguh.

Pada penelitian Chang et al. (2020), *firm size* yang lebih besar dan usia perusahaan yang lebih tua dapat mengurangi efek penghambat marjinal dari nilai buku *leverage* terhadap investasi pada perusahaan hijau. Saat *firm size* bertambah besar, maka penghambat marjinal akan turun, sehingga hubungan antara nilai buku *leverage* terhadap keputusan investasi akan diperkuat. Sejalan dengan penelitian Phan (2018), dalam hal *firm size*, dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil, perusahaan yang lebih memiliki kebutuhan yang lebih tinggi untuk berinvestasi pada aset tetap, lebih banyak ketersediaan dana internal, dan memiliki peluang lebih besar untuk menggalang dana dari sumber alternatif seperti investor institusi. Sebaliknya, pembiayaan utang berkorelasi negatif dengan investasi pada perusahaan kecil. Namun, perusahaan kecil tidak mungkin dapat berinvestasi lebih banyak jika mereka menanggung banyak utang khususnya utang jangka panjang karena mereka membayar bunga yang tinggi kepada bank.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *financial distress* dan *leverage* terhadap keputusan investasi dengan *firm size* sebagai variabel kontrol. Berdasarkan hasil pengujian sebelumnya, kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Perusahaan yang mengalami *financial distress* akan menghindari investasi yang berisiko tinggi, mengurangi pengeluaran modal, dan menjual aset dengan harga yang murah sampai perusahaan menjadi sehat.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Perusahaan dengan nilai buku *leverage* yang lebih tinggi cenderung tidak memanfaatkan peluang investasi sehingga pembiayaan utang yang lebih besar menciptakan potensi *underinvestment*. *Leverage* juga memiliki dampak negatif terhadap keputusan investasi karena adanya potensi konflik kepentingan antara pemegang utang dan pemegang saham.
3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Ketika *firm size* kecil, akan terjadi *underinvestment*. Namun, ketika perusahaan tumbuh besar, terjadi *overinvestment*. Perusahaan dengan *firm size* besar akan memiliki kebutuhan yang lebih tinggi untuk berinvestasi pada aset tetap, ketersediaan dana internal yang lebih banyak, dan memiliki peluang lebih besar untuk menggalang dana dari investor.

SARAN

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, ada beberapa saran yang dapat penulis berikan sebagai berikut:

1. Bagi penelitian selanjutnya, diharapkan penelitian ini dapat memperdalam hasil penelitian berikutnya tentang keputusan investasi perusahaan manufaktur dalam hal variabel dan jumlah sampel yang ada.
2. Bagi manajemen perusahaan, agar lebih bijak lagi dalam mengambil keputusan investasi ketika perusahaan berada dalam kondisi *financial distress* dan mengatur jumlah pembiayaan utang agar tidak mengganggu investasi.

3. Bagi investor, agar penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk melakukan investasi di perusahaan manufaktur dalam hal keputusan mengenai tindakan investasi yang mereka ambil saat dalam kondisi *financial distress* dengan tingkat *leverage* yang besar

KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena terbatasnya penelitian terdahulu yang relevan dengan permasalahan yang diangkat yakni pengaruh *financial distress* dan *leverage* terhadap keputusan investasi dengan *firm size* sebagai variabel kontrol.

REFERENSI

- Ahmadi, R., & Kordloei, H. (2018). The Effect of Financial Distress on the Investment Behaviour of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Advances in Mathematical Finance & Applications*, 3(4), 17-28.
- Al-Gamrh, B., Ku Ismail, K.N.I., Ahsan, T., & Alquhaif, A. (2020). Investment Opportunities, Corporate Governance Quality, and Firm Performance in the UAE. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 10 No. 2, pp. 261-276. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2018-0134>
- Arif Khan, M., Qin, X., & Jebran, K. (2019). Does Uncertainty Influence The Leverage-Investment Association in Chinese Firms? *Research in International Business and Finance*. doi:10.1016/j.ribaf.2019.04.006
- Arshad, A. (2012). Net Present Value is better than Internal Rate of Return. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Institute of Interdisciplinary Business Research 211 December 2012,4 (8).
- Awal, S. (2022, January 21). Ini Dia 11 Sektor Saham di Bursa Efek Indonesia dan Contohnya. Retrieved from <https://snips.stockbit.com/investasi/sektor-saham-idx-bursa-efek-indonesia>.
- Baldwin, C. Y., & Mason, S. P. (1983). The Resolution of Claims in Financial Distress the Case of Massey Ferguson. *The Journal of Finance*, 38(2), 505–516. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb02258.x>
- Bhagat, S., Moyen, N., & Suh, I. (2005). Investment and Internal Funds of Distressed Firms. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 449-472.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2019). Dasar-Dasar Investasi, Buku 1, Edisi 9, Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, E.F., & Houston, J. F. (2018). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Jakarta: Salemba Empat.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Cguevarisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487. doi:10.1016/j.jfineco.2010.02.009
- Chang, K., Ding, J., Lou, Q., Li, Z., & Yang, J. (2020). The Impact of Capital Leverage on Green Firms' Investment: New Evidence Regarding The Size and Age Effects of Chinese Green Industries. *Finance Research Letters*, 101529. doi:10.1016/j.frl.2020.101529
- Chi, C. K., & Choi, K. J. (2017). The Impact of Firm Size on Dynamic Incentives and Investment. *The RAND Journal of Economics*, Spring 2017, Vol. 48, No. 1 (Spring 2017), pp. 147-177.
- Damodaran, A. (1997). Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition.
- De Guevara, J. F., Maudos, J., & Salvador, C. (2021). Firms' investment, indebtedness and financial constraints: Size does matter. *Finance Research Letters*, 102240. doi:10.1016/j.frl.2021.102240
- Ding, S., Knight, J. & Zhang, X., 2019, Does China Overinvest? Evidence From A Panel of Chinese Firms, *European Journal of Finance*, 25, 6, 489–507. <http://dx.doi.org/1351847X.2016.1211546>
- Fahmi, I. (2011). Analisis Kinerja Keuangan, Alfabeta, Bandung.
- Ghozali, I. (2016). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23 (8th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Hariyanto, L. & Juniarti. (2014). Pengaruh Family Control, Firm Risk, Firm Size dan Firm Age Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Sektor Keuangan. *Jurnal Bussines Accounting Review*, Edisi 2014 hal.141-150. Surabaya: Universitas Kristen Petra.
- Hartono, J. (2013), Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman, Edisi 6, BPFE, Yogyakarta.
- Hasnawati, S., & Sawir, A. (2015). Keputusan Keuangan, Firm size, Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 17(1), 65–75. <https://doi.org/10.9744/jmk.17.1.65>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kasmir. (2014). Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: Raja Grafindo Persada
- Kronologi Kasus Jiwasraya, Gagal Bayar Hingga Dugaan Korupsi*. (2020, January 08). Cnnindonesia.com. <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20200108111414-78-463406/kronologi-kasus-jiwasraya-gagal-bayar-hingga-dugaan-korupsi>
- López-Gutiérrez, C., Azofra, S.S., & Torre-Olmo, B. (2015). Investment Decisions of Companies in Financial Distress. *Business Research Quarterly*, 18(3), 174-187. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2014.09.001>
- Martono & Harjito, A. (2013), Manajemen Keuangan, Edisi Pertama. Ekonisia, Yogyakarta.
- Megginson, W.L. (1997). *Corporate Financial Theory*. Addison Wesley Longman Inc.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nuryadi, Astuti, T. D., Utami, E. S., & Budiantara, M. (2017). Buku Ajar Dasar-Dasar Statistik Penelitian. Yogyakarta: Sibuku Media.
- OJK. (n.d.). Pengelolaan Investasi. <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/Pages/Pengelolaan-Investasi.aspx>
- Ogden, J.P., Jen, F.C., & O'Connor, P.F. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*, Pearson College Division.
- Phan, Q. T. (2018). Corporate Debt and Investment with Financial Constraints: Vietnamese Listed Firms. *Research in International Business and Finance*. doi:10.1016/j.ribaf.2018.03.004
- Rahmawati, A., & Fajri, R. (2021). Firm Size, Leverage, Dividend Policy, Ownership Structure, Earning Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *ICoSIAMS 2020*, 64–71. <https://doi.org/10.2991/aer.k.210121.010>
- Rodríguez, E. F.-, & Arias, A. M. (2012). Do Business Characteristics Determine an Effective Tax Rate?: Evidence for Listed Companies in China and the United States. *The Chinese Economy*, 45(6), 60–83. <https://doi.org/10.2753/CES1097-1475450604>
- Rustam, M. (2015). Penentuan Struktur Modal Optimal Pada Perusahaan Sektor Properti, Real Estate, dan Kontruksi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan*, 4(1), 94-124.
- Saleh, H., Priyawan, S., & Ratnawati, T. (2015). The Influence of Assets Structure, Capital Structure and Market Risk on the Growth, Profitability and Corporate Values (Study In Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Business and Management Invention ISSN (Online): 2319-8028*: 4(12): 45-53. <http://www.ijbmi.org>
- Sejarah Sariwangi: Dibuat sejak 1973 Hingga Pailit di 2018*. (2018, October 18). *Finance.detik.com*. <https://finance.detik.com/industri/d-4262118/sejarah-sariwangi-dibuat-sejak-1973-hingga-pailit-di-2018>
- Sritex Hampir Bangkrut, Ini Penyebab dan Jumlah Hutangnya*. (2023, September 13). *Cnbcindonesia.com*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20230913113006-17-472060/sritex-hampir-bangkrut-ini-penyebab-dan-jumlah-hutangnya>

- Syamsuddin & Lukman. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan: Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan dan Pengambilan Keputusan*, Rajawali Pers, Jakarta.
- Utami, N. W. (2022, December 31). *Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI, Ini Datanya*. Retrieved from <https://ajaib.co.id/perusahaan-manufaktur-yang-terdaftar-di-ojk/>
- Vo, X. V. (2018). Leverage and Corporate Investment – Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*. doi:10.1016/j.frl.2018.03.005
- Vosoughi, M., Derakhshan, H., & Alipour, M. (2016). Investigating the Relationship Between Financial Distress and Investment Efficiency of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting 2*. doi: 10.5267/j.ac.2016.3.003
- Yudiana, I.G.Y., & Yadnyana, I.K. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(1), 112–141.