

Pengaruh efektivitas dewan komisaris, komite audit dan kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi

Alpha Alan Darma Saputra¹, Ratna Wardhani²

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia, Jakarta, Indonesia

e-mail: ¹alpha.alan@ui.ac.id; ²ratna.wardhani@ui.ac.id

ARTIKEL INFO

Article history:
Available online

Keywords:
Investment Efficiency, Board of Commissioners, Audit Committee, Institutional Ownership

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of the effectiveness of the board of commissioners, audit committee, and institutional ownership on the efficiency of corporate investment. In addition to that, it aims to determine the moderation effect of institutional ownership toward the relationship between the effectiveness of the board of commissioners and audit committee with the efficiency of the company's investment. The effectiveness of the board of commissioners and audit committee is measured based on the independency, activity, size, and competence. By using logistic regression with 282 samples from Indonesia Stock Exchange in 2014, the results of this study provide empirical evidence that the effectiveness of the board of commissioners and institutional ownership has no effect on the efficiency of corporate investment, while the effectiveness of audit committees has a positive influence in the efficiency of corporate investment. Furthermore, institutional ownership can not strengthen the relationship between the effectiveness of the board's effectiveness and the effectiveness of the audit committee with the efficiency of the corporate investment. This study contributes to the literature, in which the previous literature has not linked investment efficiency with specific governance mechanisms that relates to effectiveness of the board of commissioners and audit committees. Furthermore, this study contributes to the examination of moderating role of institutional ownership. This study implies that with regard to investment decisions, the audit committee has a significant role in assisting the board of commissioners in carrying out its monitoring functions.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh efektivitas dewan komisaris, komite audit, dan kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi perusahaan, serta bertujuan untuk mengetahui pengaruh moderasi kepemilikan institusional atas hubungan antara efektivitas dewan komisaris dan komite audit dengan efisiensi investasi perusahaan. Efektivitas dewan komisaris dan komite audit dinilai berdasarkan independensi, aktivitas, size, dan kompetensi. Dengan menggunakan pengujian logistic dengan 282 sampel yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014, hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa efektivitas dewan komisaris dan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan, sedangkan efektivitas komite audit yang memiliki pengaruh positif dalam efisiensi investasi perusahaan. Lebih lanjut, kepemilikan institusional tidak dapat memperkuat hubungan antara efektivitas dewan komisaris dan efektivitas komite audit dengan efisiensi investasi perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi kepada literatur, dimana literatur sebelumnya belum mengkaitkan efisiensi investasi dengan mekanisme Tata Kelola yang spesifik berkaitan dengan efektivitas dewan komisaris dan komite audit. Selain itu penelitian ini memberikan kontribusi dalam menguji peran moderasi dari kepemilikan institusional. Penelitian ini memberikan implikasi bahwa berkaitan dengan keputusan investasi, komite audit berperan signifikan dalam membantu dewan komisaris menjalankan fungsi monitoringnya.

Pendahuluan

Dalam penelitian terdahulu mengenai hubungan atas struktur kepemilikan, *governancemechanism* dan efisiensi investasi telah ditemukan bahwa ketiganya mempunyai hubungan positif dan signifikan (Biddle et al. 2009; Chen et al. 2013; Salami 2011). Namun, penelitian yang lain tidak menemukan adanya berhubungan signifikan dengan

efisiensi investasi pada perusahaan yang berpeluang *over-investment* atau *under-investment*. Pengelolaan dana investasi yang diberikan investor dapat dikembangkan oleh perusahaan dan memberikan pengembalian baik berupa dividen atau penambahan proporsi kepemilikannya.

Kesalahan dalam pengambilan keputusan dan ketidakmampuan manajemen dalam mengawasi kondisi keuangan memungkinkan investasi yang dilaksanakan perusahaan salah. Tugas ini tercermin dari tugas dan tanggungjawab dewan komisaris dan komite audit yang berada dalam lingkungan mekanisme Good Corporate Governance (GCG). Dalam mekanisme GCG, struktur kepemilikan dapat memegang kendali. Tipe kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh keluarga akan mempengaruhi pengambilan keputusan stratejik (termasuk investasi) yang merujuk pada peningkatan kepentingan pemegang saham mayoritas. Kondisi kepemilikan ini terdapat di Indonesia (Claessens et al. 2000). Pada sisi lainnya, terdapat struktur kepemilikan dengan kepemilikan institusional dalam perusahaan. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan atas saham dari perusahaan yang dimiliki oleh perusahaan asuransi, bank serta perusahaan investasi. Keunggulan dari kepemilikan institusional adalah pengawasan atas investasi yang diberikan secara berkesinambungan dan profesional, potensi kecurangan atas apa yang dilakukan pengelola perusahaan dapat dikurangi (Bathala et al. 1994; Murwaningsari 2009).

Kepemilikan oleh keluarga akan memberikan risiko ekspropriasi atau proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain terhadap pemegang saham minoritas (Claessens et al. 2000). Kepemilikan institusional memberikan pengawasan yang lebih sistematis dan terkontrol daripada kepemilikan keluarga, karena peningkatan kepemilikan institusi (*institutional investor*) sebagai pihak yang memonitor agen akan mengurangi dampak *asymmetric information* yang mungkin hanya didapatkan oleh agen (Moh'd et al. 1998). Adanya perbedaan kontrol serta pengaruh signifikan dari investors terhadap perusahaan dipengaruhi oleh seberapa besar kepemilikan saham dari investor dalam perusahaan tersebut, sehingga akan sangat berpengaruh pada hak yang akan diterimanya kelak termasuk imbal hasil serta hak dalam penentuan kebijakan strategis perusahaan.

Penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya utamanya terpengaruh secara signifikan oleh komposisi, aktivitas, kompetensi, independensi, serta ukuran dari dewan komisaris (Platt dan Platt 2012). Pengelolaan perusahaan yang diawasi secara efektif oleh dewan komisaris akan membantu memutuskan suatu investasi dapat diberikan secara efisien (Chen et al. 2013), hal ini dikarenakan keefektifan dewan komisaris dalam melaksanakan fungsinya akan membantu pengelolaan dan pengawasan perusahaan agar dapat memaksimalkan kekayaannya. Penelitian terdahulu mengenai hubungan antara GCG dengan efisiensi investasi dengan menggunakan variabel independen struktur kepemilikan, kinerja investasi dan *corporate governance index* memberikan kesimpulan bahwa adanya hubungan positif signifikan dari ketiga hal tersebut (Salami 2011).

Dalam menjalankan fungsinya, komite audit harus mengadakan rapat bersama dengan seluruh anggota komite, dewan komisaris, direksi beserta dengan auditor eksternal perusahaan. Adanya hubungan positif antara banyaknya pertemuan dari komite audit terhadap pengungkapan modal intelektual, struktur modal dan pengungkapan modal rasional (Chen et al. 2011). Adanya kaitan yang erat antara fungsi dari komite audit dengan mekanisme penyusunan dari sebuah laporan keuangan perusahaan serta adanya pengaruh positif antara kompetensi yang dimiliki anggota komite dalam bidang akuntansi dan keuangan terhadap *disclosure* dalam laporan keuangan perusahaan. Hubungan antara karakteristik kompetensi yang dimiliki oleh komite audit terhadap kesalahan pengambilan keputusan boards sehingga sumber daya perusahaan tidak teralokasikan dengan baik sudah pernah diteliti pada penelitian yang terdahulu, hal ini mengakibatkan perusahaan berada dalam kondisi kesulitan keuangan (Rahmat et al. 2009). Hal ini berarti bahwa tidak adanya anggota komite audit dengan kompetensi dibidang keuangan mengakibatkan perusahaan salah dalam mengalokasikan sumberdayanya atau memberikan investasi secara tidak efisien.

Investor institusional biasanya memiliki kepemilikan yang signifikan atas suatu perusahaan, hal ini yang mendorong investor institusional aktif dalam hal memberikan perlindungan atas investasinya. Sumber daya profesional yang dimiliki oleh investor institusional membuat berbagai macam masalah perusahaan dapat dideteksi dari dini sehingga dapat diselesaikan dengan cepat melalui media pertemuan antara perwakilan investor dengan pihak manajemen perusahaan (Holland 1998).

Dalam penelitian terdahulu mengenai hubungan atas struktur kepemilikan, governance mechanism dan efisiensi investasi telah ditemukan bahwa ketiganya mempunyai hubungan positif dan signifikan (Biddle et al. 2009; Chen et al. 2013; Salami 2011). Dalam penelitian terdahulu, mekanisme GCG sering kali menggunakan persentase kepemilikan dari investor institusional sebagai variabel independen yang langsung berpengaruh pada efisiensi investasi. Pada penelitian ini, Penulis akan meneliti mengenai dampak dari tingkat efektivitas dewan komisaris dan komite audit serta kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi dengan meneliti aspek mekanisme GCG yang dilihat dari efektivitas dewan komisaris dan komite audit terhadap efisiensi investasi. Selain itu penelitian ini memberikan kontribusi dengan meneliti efek

langsung kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi dan efek moderasi dari kepemilikan institusional terhadap hubungan antara efektifitas dewan dan komite audit dengan efisiensi investasi.

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Agency Theory

Dalam prinsip *going concern*, perusahaan akan diasumsikan untuk terus ada dan bertumbuh semakin besar, hal ini berakibat pada masalah yang akan dihadapi oleh perusahaan akan semakin banyak dan dengan tingkat kompleksitas yang tinggi. Berdasarkan perihal inilah pemilik perusahaan (*principal*) memberikan wewenang pengelolaan serta pengawasan perusahaan yang dimilikinya kepada para agent. Ketika hal itu terjadi, maka pemindahan kuasa atas kepemilikan dan kontrol perusahaan dimulai (Fama dan Jensen 1983), keadaan inilah yang dapat menimbulkan masalah agensi (*agency problems*). Hal ini terjadi karena penguasaan atas pengelolaan sumberdaya yang dipercayakan oleh principal terhadap agent tidak selalu membuat keuntungan bagi principal.

Banyak hal yang mendasari adanya *agency problems*, keputusan dari agent seringkali bertolak belakang dengan keinginan dari principal, agent akan lebih cenderung untuk mengejar keuntungan dan prestasi jangka pendek demi mendapatkan bonus dan insentif, hal ini dapat dicapai salah satunya dengan mengabaikan peluang investasi yang berisiko namun memberikan potensi pengembalian investasi yang lebih tinggi pada masa mendatang. *Agency theory* merupakan kontrak antara principal dengan agent dalam melakukan pekerjaan pengelolaan perusahaan yang dimiliki principal dengan pendelegasian wewenang dalam principal dalam pengambilan keputusannya (Jensen dan Meckling 1976).

Jenis kepemilikan atas perusahaan yang ada pada negara berkembang adalah struktur kepemilikan terpusat atau terkonsentrasi (Claessens et al. 2000; La Porta et al. 1999). Dengan kriteria hak kontrol sebesar 10%, ditemukan bahwa kepemilikan terkonsentrasi tertinggi ada di Asia Timur adalah di Indonesia yaitu sebesar 67% (Claessens et al. 2000). Sedangkan penelitian lainnya ditemukan bahwa kepemilikan terkonsentrasi yang paling tinggi adalah di Norwegia (34%) dengan kriteria hak kontrol sebesar 20% (Faccio dan Lang 2007). Kepemilikan yang terkonsentrasi akan memberikan risiko ekspropriasi atau proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain terhadap pemegang saham minoritas (Claessens et al. 2000).

Penelitian terdahulu memberikan argumen yang berbeda mengenai dampak dari kepemilikan yang terkonsentrasi pada nilai suatu perusahaan (misalnya: Claessens et al. 2000; Claessens dan Fan 2003; La Porta et al. 1999; Lemmon dan Lins 2003), yaitu PIE (*positif incentive effect*) dan NEE (*negatif entrenchment effect*). Argumen PIE memberikan pendapat bahwa para investor pengendali tidak mungkin melakukan ekspropriasi, hal ini disebabkan akan berdampak nilai perusahaan yang akan turun secara riil. Dalam argument PIE, investor pengendali akan terus memberikan pengawasan terhadap manajemen yang bertujuan dalam meningkatkan nilai perusahaan yang tentunya akan berpengaruh terhadap nilai investasi mereka. Sedangkan disisi lain, NEE berpendapat bahwa investor pengendali akan mengendalikan manajemen dengan tujuan untuk memaksimalkan kepentingan pribadi mereka dengan cara ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Investor pengendali akan menggunakan kekuatannya dalam hak kontrol yang mereka miliki untuk dapat mengintervensi keputusan atas kebijakan-kebijakan strategis perusahaan. Kepemilikan yang menyebar akan menyebabkan perusahaan akan dikendalikan oleh manajemen, karena pemilik perusahaan tidak dapat memberikan pengawasan yang efektif (Shleifer dan Vishny 1986). Hal ini akan membuat probabilita pelaksanaan mekanisme GCG yang baik dan peranan dalam menjaga efisiensi investasi berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan terkonsentrasi dan keluarga.

Biaya agensi yang mungkin terjadi dapat diminimumkan melalui kepemilikan institusional, dimana jenis kepemilikan ini akan memberikan pengawasan yang lebih sistematis dan terkontrol daripada kepemilikan keluarga. Hal ini karena peningkatan kepemilikan institusi (*institutional investor*) sebagai pihak yang memonitor agen akan mengurangi dampak *asymmetric information* yang mungkin hanya didapatkan oleh agen (Moh'd et al. 1998). Adanya perbedaan kontrol serta pengaruh signifikan dari investor terhadap perusahaan dipengaruhi oleh seberapa besar kepemilikan saham dari investor dalam perusahaan tersebut, sehingga akan sangat berpengaruh pada hak yang akan diterimanya kelak termasuk imbal hasil serta hak dalam penentuan kebijakan strategis perusahaan.

Efisiensi Investasi

Perusahaan dirasa perlu untuk meningkatkan modal usahanya untuk memberikan pendanaan dari peluang investasi yang tersedia, jika dikelola dengan baik maka efisiensi dari sebuah investasi akan tercapai. Dilain sisi, jika perusahaan yang mengambil pada suatu investasi belum tentu keputusannya sesuai dengan dibutuhkan,

artinya investasi yang dilakukan perusahaan bisa saja tidak tepat. Adanya *asymmetric information* dan *agency problem* dari investor dan perusahaan dapat mempengaruhi pengumpulan dana serta pemilihan tempat dan metode investasi. Menurut Biddle et al. (2009), efisiensi investasi perusahaan dapat dicapai apabila perusahaan tidak melakukan investasi pada proyek dengan *Net Present Value* (NPV) yang negatif sehingga menyebabkan *over-investment* atau tidak melakukan investasi pada proyek dengan NPV yang positif sehingga terjadi *under-investment*.

Efisiensi dari investasi merupakan kombinasi dari *financial* dan *non-financial efficiency*. Hal ini berkaitan dengan fungsi dari risiko, tingkat pengembalian serta total biaya investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Untuk mengukur tingkat efisiensi dari sisi finansial dapat dipergunakan rasio-rasio keuangan dan untuk faktor non-finansial dapat dilihat dalam struktur kepemilikan yang berpengaruh pada pengambilan keputusan dari investasi.

Adanya informasi asimetrik yang menjadi *gap* antara agen dan *principal* dapat mengurangi efisiensi investasi dari modal yang telah dikeluarkan yang dapat memicu *over-investment* maupun *under-investment* (Biddle et al. 2009). Keefektifan suntikan modal akan didapatkan ketika pemegang saham mayoritas adalah investor yang mengawasi dengan aktif bagaimana perusahaan menjalankan operasinya (Cornett et al. 2007). Kontrol yang memadai akan memberikan *corporate governance mechanism* yang tepat untuk perusahaan tersebut.

Corporate Governance

Beberapa penjelasan mengenai definisi dari GCG memberikan arti dan tujuan yang sama. Pengertian Corporate Governance oleh OECD (2015) adalah sebagai berikut:

“Corporate Governance is a procedures and processes according to which an organization is directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organization – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making.”

Tidak jauh berbeda, pengertian lain menyebutkan bahwa corporate governance adalah suatu sistem yang mengarahkan dan mengontrol perusahaan dimana tujuan utama dari penerapan corporate governance adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi shareholder (Forum Corporate Governance Indonesia, 2006). Asian Development Bank (ADB) berpendapat bahwa accountability, transparency, predictability dan participation merupakan nilai-nilai utama dari GCG itu sendiri. Sedangkan FCCG dari Malaysia berpendapat bahwa GCG adalah suatu struktur yang bertujuan mengarahkan dan mengelola bisnis di dalam perusahaan agar terjadi pertumbuhan dan akuntabilitas yang menghasilkan kenaikan nilai saham perusahaan dalam jangka panjang sekaligus memerhatikan kepentingan para stakeholder lainnya.

Sehingga jika disarikan, maka GCG adalah suatu sistem terpadu yang menjaga hubungan antara shareholder dan stakeholder dalam pengelolaan suatu perusahaan sehingga adanya perusahaan tersebut memberikan dampak positif bagi seluruh pihak-pihak yang berkepentingan. Baik internal perusahaan ataupun pihak eksternal. Terkendalinya kinerja perusahaan akan diawasi dan berdampak pada kepentingan banyak pihak serta dapat membantu perusahaan dalam mencapai tujuannya. Korporasi (terutama untuk perusahaan publik) di Indonesia termasuk di dalamnya perbankan dan asuransi. Dari penelitian terdahulu didapatkan kesimpulan bahwa dengan adanya pengawasan dan pengendalian dari perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pengelola perusahaan dengan pemegang saham (Rahmat et al. 2009).

Di Indonesia sendiri, GCG masih merupakan isu yang baru, pada tahun 2006 KNKG telah menyelesaikan suatu Pedoman Good Corporate Governance yang lengkap yang dibuat untuk dapat merekomendasikan kepada seluruh korporasi (terutama untuk perusahaan publik) di Indonesia termasuk di dalamnya perbankan dan asuransi. Dari penelitian terdahulu didapatkan kesimpulan bahwa dengan adanya pengawasan dan pengendalian dari perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pengelola perusahaan dengan pemegang saham (Rahmat et al. 2009).

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan perusahaan dibedakan menjadi tiga, yaitu kepemilikan institusional dan individual atau campuran keduanya (Siallagan dan Machfoedz 2006). Kepemilikan institusional merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya, terhadap kinerja manajemen. Investor

institusional biasanya memiliki kepemilikan yang signifikan atas suatu perusahaan, hal ini yang mendorong investor institusional aktif dalam hal memberikan perlindungan atas investasinya. Meski pun begitu, keterlibatan institusi sebagai investor aktif dalam mengawasi kinerja perusahaan dapat dirasakan pada negara-negara dengan kepemilikan menyebar seperti di Amerika Serikat dan Inggris. Disisi lain, adanya investor institusional akan lebih cenderung menolak proposal tentang kompensasi yang diajukan dibandingkan dengan melihat transaksi yang dilakukan oleh perusahaan dengan pihak terkait yang berkepentingan (Hamdani dan Yafeh 2013).

Peran dari investor institusional dapat menjadi sangat penting untuk memberikan keselarasan kepentingan antara manajemen dan para pemilik saham. Hal ini dikarenakan apabila suatu perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi akan berdampak pada mekanisme kontrolnya. Dimana, mereka akan memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol sesuai keinginan mereka dan pihak pemegang saham eksternal terutama yang minoritas akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Hal ini disebabkan tingginya hak *voting* yang dimiliki manajer. Selain itu, kepemilikan saham oleh institusi merupakan hal kritical dalam metode *monitoring agent* yang memberikan peranan secara aktif dan konsisten dalam pengawasan perusahaan atas investasi yang ditanamkan (Bathala et al. 1994).

Pengembangan Hipotesis

Peranan aktif dari dewan komisaris dapat dilihat dari karakteristiknya, yang terdiri dari: ukuran dewan, independensi dewan, struktur kepemimpinan, dan kesibukan dari dewan, berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi dari perusahaan (Chen et al. 2013). Hal ini dikarenakan bahwa selain peran monitoring perusahaan, dewan bertindak untuk melayani manajemen perusahaan untuk dapat bekerja secara efisien dalam menjalankan pengelolaan perusahaan. Chen et al. (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki komite audit cenderung memiliki performa lebih baik dibandingkan dengan perusahaan tanpa komite audit. Penelitian terdahulu telah menyimpulkan bahwa keahlian akuntansi dari komite audit berpengaruh terhadap kinerja finansial perusahaan (DeZoort et al. 2003; Yang dan Krishnan 2005; Zhang et al. 2007; Rahmat et al. 2009; Brédart 2014). Penelitian yang lain mengindikasikan bahwa tingkat efektivitas komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan (Chen et al. 2013). Hal ini disebabkan peranan komite audit dalam internal kontrol perusahaan dapat mengurangi *asymmetric information* dari manajemen dan pemegang saham (Bushman dan Smith 2001; Healy dan Palepu 2001; Adams dan Ferreira 2007). Selain itu, fungsi dari komite audit adalah untuk menyelaraskan kepentingan dari agen dan principal. Hal ini dibuktikan oleh para peneliti terdahulu (misalnya: Beasley 1996; Beasley et al. 2000; Carcello dan Neal 2000; Chen et al. 2011), bahwa dokumen-dokumen dalam bentuk laporan yang diberikan yang berasal dari luar direksi perusahaan akan dapat memberikan counterpart pengawasan perusahaan secara independen kepada manajemen dan dapat memperbaiki efektivitas dari dewan. Dari uraian penjelasan di atas, maka hipotesa dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1a: Efektivitas dewan komisaris akan berpengaruh positif terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.

H2a: Efektivitas komite audit akan berpengaruh positif terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.

Investor institusional yang modal investasinya didapatkan dari dana masyarakat, berperan aktif dalam mengawasi kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan investor institusional memiliki tanggung jawab terhadap tingkat pengembalian kepada masyarakat yang telah menitipkan dana mereka. Makin besar nilai dari kepemilikan investor institusional maka akan dapat memberikan kontrol terhadap perilaku dari manajemen agar dapat bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan, yang dapat dicapai dengan indikasi peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Sujoko dan Soebiaturo 2007). Dengan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi, maka peran dari monitoring agent akan secara aktif berjalan dan konsisten dalam pengawasan perusahaan atas investasi yang ditanamkan. Investor institusional memiliki concern yang lebih terhadap *return* yang akan didapatkan dari investasi yang telah dilakukan kepada suatu perusahaan tertentu (Bathala et al. 1994). Dari uraian penjelasan di atas, maka hipotesa dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3a: Kepemilikan institusional akan berpengaruh positif terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.

Chang et al. (2006) menunjukkan bahwa semakin baik analisa yang diberikan dalam meningkatkan kinerja perusahaan melalui kebijakan finansial yang dihasilkan, dimana akan meminimalkan under-investment. Dari penelitian sebelumnya didapatkan kesimpulan bahwa terjadinya efisiensi investasi pada suatu perusahaan dipengaruhi oleh suatu keputusan strategik top management, dimana didalamnya adalah merupakan perwakilan dari investor itu sendiri. Sehingga, keberadaan investor institusional yang memberikan pengaruh terhadap mekanisme GCG perusahaan dengan menempatkan perwakilannya dalam susunan dewan komisaris maupun komite audit dapat memberikan pengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan. Dari uraian penjelasan di atas, maka hipotesa dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H4a: Kepemilikan institusional memperkuat pengaruh positif efektivitas dewan komisaris terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan

H4b: Kepemilikan institusional memperkuat pengaruh positif efektivitas komite audit terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.

Metode Penelitian

Model Penelitian

Langkah-langkah penentuan dari tingkat efisiensi perusahaan mengacu pada penelitian sebelumnya (Biddle et al. 2009). Variabel dependen dalam penelitian ini merupakan *variable binary* (1 dan 0), yakni apakah perusahaan tersebut efisien dalam berinvestasi atau tidak. Pengujian tahap pertama dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui dampak dari mekanisme *corporate governance* pada tingkat efisiensi investasi dengan menggunakan analisa regresi. Dimana model yang digunakan adalah sebagai berikut:

Model 1

$$\text{INVEFF}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSCORE}_{it} + \beta_2 \text{ACSCORE}_{it} + \beta_3 \text{INSOWN}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterlibatan dari investor institusional dalam mempertahankan efisiensi investasi perusahaan tercermin dari adanya tingkat efektivitas wakilnya dalam perusahaan. Dengan melihat adanya kecenderungan bahwa investor institusional akan lebih aktif dalam menjaga dana investasinya, maka penelitian ini juga akan melihat bagaimana pengaruh kepemilikan institusi terhadap kinerja ataupun efektivitas dewan komisaris dan komite audit. Sehingga, model penelitian kedua adalah sebagai berikut:

Model 2

$$\text{INVEFF}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSCORE}_{it} + \beta_2 \text{ACSCORE}_{it} + \beta_3 \text{INSOWN}_{it} + \beta_4 \text{INSOWN} * \text{BSCORE}_{it} + \beta_5 \text{INSOWN} * \text{ACSCORE}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Pengukuran Variabel

Efisiensi investasi

Penelitian ini menggunakan variabel dependen efisiensi investasi. Definisi dari efisiensi investasi yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti definisi dalam penelitian sebelumnya yaitu Biddle et al. (2009), dimana variabel efisiensi investasi perusahaan diukur dengan model investasi dimana berfungsi sebagai *growth opportunities*. Investasi didapat dari total investasi baru di aktiva tetap berupa mesin, peralatan, kendaraan, tanah dan gedung serta ditambah dengan biaya *research and development* dikurangi total penjualan aktiva tetap (mesin, peralatan, kendaraan, tanah dan gedung) yang dibagi dengan total aktiva di tahun 2104 (Biddle et al. 2009). Berikut adalah model tersebut, dimana *Sales Growth_{it}* adalah persentase dari perubahan penjualan dari tahun lalu hingga tahun tersebut.

$$\text{Investment}_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Sales Growth}_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

Dengan menggunakan perhitungan model investasi di atas, maka akan diperoleh nilai residual dari model tersebut, yang nantinya akan digunakan sebagai *proxy* dari efisiensi investasi perusahaan. Kemudian nilai residual tersebut akan dibagi menjadi beberapa kuartil, dimana kuartil paling bawah menunjukkan bahwa perusahaan dalam area *under-investing* dan kuartil paling menunjukkan bahwa perusahaan dalam area *over-investing*, dimana keduanya dikategorikan sebagai kategori *inefficient* (dengan skor 0) sedangkan untuk kuartil tengah merupakan perusahaan yang termasuk kategori *efficient* (dengan skor 1).

Skor dewan komisaris

Dalam penelitian ini, perhitungan skoring efektivitas dewan komisaris menggunakan beberapa indikator yaitu aktivitas, size, independensi, serta kompetensi dari dewan komisaris. Dalam penelitian ini, seluruh sampel dihitung skornya, termasuk yang tidak ada datanya. Apabila ada pertanyaan yang tidak ada informasinya, maka skornya tetap dihitung. Perhitungannya adalah sebagai berikut:

- Aktivitas diukur dengan menggunakan jumlah rapat dan tingkat kehadiran dewan komisaris. Dalam hal ini akan mendapat nilai "poor" atau 1 jika jumlah pertemuan dewan kurang dari 4 kali dalam setahun serta jika jumlah kehadiran dewan kurang dari 70% atau tidak terdapat informasi, "fair" atau 2 jika jumlah pertemuan

dewan antara 4 sampai 6 kali dalam setahun serta jika jumlah kehadiran dewan antara 70% sampai 80% dan “good” atau jika jumlah pertemuan dewan lebih dari 6 kali dalam setahun serta jika jumlah kehadiran dewan lebih dari 80%.

- Size diukur dengan jumlah dewan komisaris. Dalam hal ini akan mendapat nilai “poor” atau 1 jika dewan terdiri kurang dari 5 anggota atau lebih dari 16 anggota atau tidak terdapat informasi, “fair” atau 2 jika dewan terdiri dari 11 sampai 15 anggota dan “good” atau 3 jika dewan terdiri dari 5 sampai 10 anggota.
- Independensi diukur dengan menggunakan jumlah komisaris independen. Dalam hal ini akan mendapat nilai “poor” atau 1 jika jumlah komisaris independen kurang dari 30% atau tidak terdapat informasi, “fair” atau 2 jika jumlah komisaris independen antara 30% sampai 50% dan “good” atau 3 jika jumlah komisaris independen lebih dari 50%.
- Kompetensi dewan diukur melalui lamanya dewan komisaris independen menjabat. Dalam hal ini akan mendapat nilai “poor” atau 1 jika lama jabatan dari komisaris independen lebih dari 10 tahun atau tidak terdapat informasi, “fair” atau 2 jika lama jabatan dari komisaris independen antara 5 sampai 10 tahun dan “good” atau 3 jika lama jabatan dari komisaris independen kurang dari 5 tahun.

Skor komite audit

Dalam penelitian ini, skor efektivitas komite audit diukur melalui aktivitas, size, dan kompetensi. Dalam penelitian ini, seluruh sampel dihitung skornya, termasuk yang tidak ada datanya. Apabila ada pertanyaan yang tidak ada informasinya, maka skornya tetap dihitung. Perhitungannya adalah sebagai berikut:

- Aktivitas, diukur dengan menggunakan jumlah rapat. Dalam hal ini akan mendapat nilai “poor” atau 1 jika jumlah pertemuan komite audit kurang dari 4 kali dalam setahun serta jika jumlah kehadiran komite audit kurang dari 70% atau tidak terdapat informasi, “fair” atau 2 jika jumlah pertemuan komite audit antara 4 sampai 6 kali dalam setahun serta jika jumlah kehadiran komite audit antara 70% sampai 80% dan “good” atau 3 jika jumlah pertemuan komite audit lebih dari 6 kali dalam setahun serta jika jumlah kehadiran dewan lebih dari 80%.
- Size, diukur dengan menggunakan jumlah anggota komite audit. Dalam hal ini akan mendapat nilai “poor” atau 1 jika tidak memiliki komite audit atau tidak terdapat informasi mengenainya atau tidak terdapat informasi, “fair” atau 2 jika komite audit terdiri dari 3 anggota dan “good” atau 3 jika komite audit terdiri lebih dari 3 anggota.
- Kompetensi, diukur dengan menggunakan jumlah anggota komite audit yang memiliki latar belakang akuntansi dan keuangan. Dalam hal ini akan mendapat nilai “poor” atau 1 jika tidak memiliki anggota komite audit dengan latar belakang akuntansi atau keuangan atau tidak terdapat informasi, “fair” atau 2 jika terdapat 1 audit komite audit dengan latar belakang akuntansi atau keuangan dan “good” atau 3 jika terdapat lebih dari 1 audit komite audit dengan latar belakang akuntansi atau keuangan.

Investor institusional

Pengukuran dari variabel ini adalah dengan besarnya persentase kepemilikan saham oleh investor institusional pada perusahaan. Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Claessens et al. (2000) yang mengevaluasi struktur kepemilikan di 9 negara Asia termasuk di Indonesia. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh signifikan atau tidak dari kepemilikan institusional pada efisiensi investasi dan skor efektivitas dewan komisaris dan komite audit terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Variabel Kontrol

Para peneliti terdahulu menghitung ukuran perusahaan sebagai variabel penentu dalam menentukan tingkat efisiensi investasi perusahaan (Biddle et al. 2009; Chen et al. 2013; Salami 2011). Diharapkan besarnya total aset perusahaan dapat memberikan gambaran tentang tingkat efisiensi investasinya, oleh karena itu, mengacu dari beberapa penelitian terdahulu maka penelitian ini mengukur nilai ukuran (size) perusahaan dengan menggunakan logaritma natural dari total aset. Perusahaan yang profitable bisa saja mengalami kesulitan untuk memenuhi kewajiban lancarnya dan memerlukan kas untuk berekspansi, artinya, perusahaan yang profitable tidak menjamin bahwa perusahaan akan terlepas dari masalah kas. Kemampuan untuk menghasilkan arus kas dari operasi penting bagi keuangan yang sehat, tidak ada perusahaan yang dapat bertahan dalam jangka panjang tanpa menghasilkan kas dari operasi. Dalam penelitian ini, arus kas operasi didapatkan dari Laporan Arus Kas perusahaan pada tahun penelitian. Besarnya nilai leverage perusahaan akan berakibat pada inefficiency pada investasi perusahaan. Hal ini didasarkan pada nature dari leverage, dimana ia mempunyai pengaruh yang negatif pada investasi untuk perusahaan yang melakukan diversifikasi. Sebagai salah satu faktor pembiayaan, hutang jangka panjang

merupakan salah satu indikator apakah investasi perusahaan dilakukan atau tidak pada suatu proyek (Ahn dan Walker 2007). Dalam penelitian ini, leverage diperhitungkan dengan membagi total *long term debt* dengan total *assets*.

Hasil dan Pembahasan

Sampel Penelitian dan Statistik Deskriptif

Pada penelitian ini, data yang digunakan adalah perusahaan non-keuangan yang tercatat di BEI pada tahun 2014. Total perusahaan yang terdaftar adalah sebanyak 504 perusahaan, sedangkan perusahaan yang menjadi sampel adalah sebanyak 282 perusahaan karena terdapat beberapa kriteria yang penulis gunakan. Akibat dari penerapan kriteria tersebut membuat beberapa perusahaan tidak dapat digunakan sebagai sampel pada penelitian ini.

Tabel 1. Analisa Deskriptif

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BSCORE	0.33	1.00	0.65	0.16
ACSCORE	0.33	1.00	0.68	0.19
INSOWN	0.00	0.96	0.14	0.22
SIZE	23.39	33.10	28.36	1.63
CFO	-0.26	0.55	0.06	0.11
LEV	0.00	3.72	0.28	0.33

Jumlah sample = 282, BSCORE= total skor efektivitas dari dewan komisaris pada perusahaan i, ASCORE= total skor efektivitas dari komite audit pada perusahaan i, INSOWN = persentase besarnya kepemilikan oleh investor institusional pada perusahaan i, SIZE= besaran ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma natural dari total aset, CFO = *cash flow from operating activities* dibagi dengan total aset, LEV = *total debt* dibagi dengan *total asset*.

Sumber: Data diolah

Dari hasil analisa deskriptif diatas, didapatkan nilai mean dari skor efektivitas dewan komisaris yaitu sebesar 0,65 dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang menjadi sampel memiliki skor efektivitas dari dewan komisaris yang efektif. Hal ini karena nilai tersebut telah melebihi nilai fair dari skor *checklist* yaitu sebesar 0,6000 dan untuk skor efektivitas dewan komite audit memiliki nilai mean sebesar 0,68 dimana dapat disimpulkan perusahaan sampel memiliki skor efektivitas komite audit yang efektif.

Hasil Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini, hubungan efektivitas dari dewan komisaris dan komite audit terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan serta kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan moderasi akan diujikan melalui 2 model, sebagai model pertama, penulis akan menguji hubungan langsung dari efektivitas dari dewan komisaris dan komite audit terhadap dan kepemilikan institusional pada tingkat efisiensi investasi perusahaan dimana akan diuji menggunakan persamaan regresi diatas.

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis – Model 1

Model 1	Expected Sign	B	S.E.	Wald	Sig. (1-tailed)	Exp(B)
Constant	?	-4.94	2.29	4.65	0.02	0.01
BSCORE	+	0.95	0.99	0.93	0.17	2.60
ACSCORE	+	1.86	0.83	5.04	0.01 ***	6.42
INSOWN	+	0.68	0.56	1.48	0.11	1.98
SIZE	+	0.11	0.08	1.64	0.10 *	1.11
CFO	+	2.16	1.29	2.80	0.05 **	8.70
LEV	-	-0.80	0.52	2.42	0.06 *	0.45

*. Berkorelasi signifikan pada level 0,10 (1-tailed)

** . Berkorelasi signifikan pada level 0,05 (1-tailed)

***. Berkorelasi signifikan pada level 0,01 (1-tailed)

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil pengujian diatas BSCORE dengan signifikansi pada level 17% (lebih tinggi dari $\alpha = 5\%$) pada model pertama, untuk model tersebut koefisien dari BSCORE positif pada tingkat yang tidak signifikan, nilai eksponen dari BSCORE adalah 2,60. Berdasarkan nilai tersebut maka menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor efektivitas dewan komisaris yang lebih tinggi akan dapat mempengaruhi tingkat efisiensi investasisebesar 2,60 kali. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung penelitian hipotesis (H1a) sehingga hipotesis (H1a) ditolak. Dalam penelitian ini, *proxy* yang diujikan adalah mengenai independensi, aktivitas dan *size* dewan komisaris. Pada tabel diatas, angka dari Sig. merepresentasikan bahwa hasil dari skoring efektivitas dewan komisaris pada sampel dapat dikatakan tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi. Hasil ini menunjukkan bahwa efektivitas dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang berpendapat bahwa *board characteristic* diperlukan dalam perusahaan dan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi perusahaan (Chen et al. 2013; Salami 2011). Dengan tidak ditemukannya pengaruh hubungan efektivitas dewan komisaris terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan, sehingga tidak dapat mengindikasikan bahwa peran dewan komisaris yang efektif dalam menjalankan fungsinya yang dicerminkan dalam skor efektivitas. Hal ini didasarkan bahwa dengan tugas dan tanggungjawab dari dewan direksi adalah memberikan kontrol dan saran kepada manajemen perusahaan agar dapat bertindak sesuai dengan asas GCG yang ada. Akan tetapi, pada akhirnya memang setiap keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan merupakan kewenangan dewan komisaris perusahaan. Sehingga baik dari segi independensi, aktivitas dan *size* dari dewan komisaris tidak akan berpengaruh banyak pada keputusan investasi perusahaan yang berpengaruh pada tingkat efisiensi perusahaan. Besar kemungkinan bahwa hanya keputusan investasitertentu saja atau yang bernilai sangat material yang dibahas sampai dengan level dewan komisaris. Sedangkan dalam penelitian ini tidak dipisahkan jenis investasi menurut tingkat signifikansinya. Atas dasar pernyataan tersebut, dewan komisaris tidak dapat berpengaruh secara langsung terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi pada diatas terlihat bahwa variabel ACSCORE memiliki koefisien yang positif dengan signifikansi pada level 1% (lebih rendah dari $\alpha = 5\%$) atau signifikan. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa dengan memiliki skor efektivitas komite yang lebih tinggi maka investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan semakin efisien. Oleh karena itu penelitian itu mendukung penelitian hipotesis (H2a), sehingga hipotesis (H2a) diterima. Dalam penelitian ini, *proxy* yang diujikan adalah mengenai aktivitas, *size* dan kompetensi komite audit. Jika dilihat dari hasil diatas maka mendukung penelitian yang mengatakan bahwa efisiensi investasi dipengaruhi secara positif dan signifikan terhadap efektivitas kinerja dari *audit committee* (Beasley et al. 2000; Beasley 1996; Carcello dan Neal 2000; Chen et al. 2013). Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang menyimpulkan bahwa pengawasan dari komite audit yang efektif tidak dipengaruhi oleh frekuensi jumlah pertemuan (Rahmat et al. 2009), serta juga tidak mendukung penelitian yang dilakukan di Indonesia yang menyimpulkan bahwa efektivitas dari komite audit tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada tugas dan tanggungjawab dari komite audit yang berhubungan langsung dengan performa finansial perusahaan yang tercermin dari laporan keuangan perusahaan. Tugas dan tanggungjawab komite audit salah satunya adalah memastikan pengendalian internal perusahaan untuk memberikan laporan keuangan yang wajar bagi para pemegang saham. Dalam hal ini termasuk alokasi dana perusahaan untuk investasi, komite audit berperan aktif dalam menjaga efisiensi investasi perusahaan selain untuk menjaga kredibilitas laporan keuangan perusahaan juga akan mempengaruhi terhadap efisiensi investasi suatu perusahaan (Biddle et al. 2009). Untuk itu, kinerja dari komite audit akan berperan penting atau signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian kepemilikan institusional sebagai variabel independen pengaruhnya negatif dan dengan signifikansi pada level 11% (lebih tinggi dari $\alpha = 5\%$) atau tidak signifikan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki investor institusional tidak berpengaruh kepada tingkat efisiensi investasi perusahaan. Ketidakmampuan para investor institusional yang memiliki jarak dalam hubungannya dengan perusahaan membuat konsentrasi dan keaktifan pemegang saham institusional terhadap investasi yang dilakukan oleh perusahaan menjadi tidak begitu penting. Sehingga, pengendalian perusahaan oleh investor institusional dirasa tidak berjalan efisien. Hal ini dikarenakan tujuan utama dari investor institusional untuk memiliki kepemilikan disuatu perusahaan adalah mengharapkan *return* dari kinerja perusahaan, sehingga mereka sering kali tidak menempatkan perwakilannya dalam susunan dewan direksi dan komisaris, sehingga pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional tidak akan begitu berpengaruh pada keputusan investasi perusahaan.

Terlebih lagi, di Indonesia jumlah rata-rata kepemilikan institusional masih relatif rendah dibandingkan jumlah kepemilikan keluarga (Claessens et al. 2000). Jika kepemilikan keluarga tinggi, mereka memiliki kecenderungan melakukan ekspopriasi. Dimana posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan termasuk dalam sisi investasi yang dilakukan perusahaan akan membuat pihak pemegang saham eksternal akan

mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan pengelola yang disebabkan tingginya hak voting yang dimilikinya. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang tidak melihat adanya pengaruh *agency problem* dan *conflict of interest*. Dilain sisi, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang menemukan bukti bahwa tingkat efisiensi investasi dari suatu perusahaan berkorelasi positif terhadap besarnya kepemilikan perusahaan oleh investor institusional (Chen et al. 2013; Biddle et al. 2009; Cornett et al. 2007). Dari hasil penelitian diatas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian (H3a) ditolak.

Pada model kedua, variabel moderasi (skor kepemilikan institusional) perlu dimasukkan ke dalam perhitungan untuk pengukuran efektivitas dewan komisaris dan komite audit. Hal ini bertujuan untuk dapat melihat apakah kepemilikan institusional akan memperkuat efektivitas dewan komisaris serta komite audit terhadap tingkat efisiensi investasi perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi untuk efektivitas dewan komisaris memiliki pengaruh yang tidak signifikan (11% atau lebih tinggi dari $\alpha = 5\%$) dan korelasinya adalah negatif. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki investor institusional cenderung tidak mempengaruhi tingkat efektivitas dewan komisaris dalam menjaga tingkat efisiensi perusahaan. Hasil dari penelitian ini mendukung hasil penelitian dari penelitian yang menyebutkan bahwa sangat jarang investor institusional akan menempatkan perwakilannya pada perusahaan yang dimilikinya (Cornett et al. 2007). Sehingga hipotesis (H4a) ditolak.

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis – Model 2

Model 2	Expected Sign	B	S.E.	Wald	Sig. (1-tailed)	Exp (B)
Constant	?	-4.85	2.31	4.40	0.02	0.01
BSCORE	+	1.67	1.14	2.14	0.07 *	5.33
ACSCORE	+	1.49	0.96	2.44	0.06 *	4.44
INSOWN	+	2.10	2.67	0.62	0.22	8.18
BSCORE*INSOWN	+	-6.19	4.94	1.57	0.11	0.00
ACSCORE*INSOWN	+	3.70	4.60	0.65	0.21	40.57
SIZE	+	0.10	0.08	1.31	0.13	1.10
CFO	+	2.19	1.30	2.86	0.05 **	8.98
LEV	-	-0.76	0.51	2.20	0.07 *	0.47

*. Berkorelasi signifikan pada level 0,10 (1-tailed)

**. Berkorelasi signifikan pada level 0,05 (1-tailed)

***. Berkorelasi signifikan pada level 0,01 (1-tailed)

Sumber: Data diolah

Hal ini didasari dari bahwa investor institusional tidak dapat menempatkan perwakilannya pada jajaran dewan komisaris dalam perusahaan. Disamping itu, dari hasil penelitian diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional di Indonesia masih sangat minim atau dapat dikatakan sebagai minoritas. Hal ini berakibat pada setiap keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan tidak dapat dipengaruhi. Kecenderungan dari unsur keluarga untuk mempertahankan *status quo*-nya dapat menjadi penyebab efektivitas dari dewan komisaris menurun agar keuntungan sebagai pemegang saham mayoritas atas pemegang saham minoritas dapat tetap dipertahankan.

Berdasarkan hasil pengujian kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi untuk efektivitas komite audit pengaruhnya tidak signifikan (21% atau lebih tinggi dari $\alpha = 5\%$) dan korelasinya adalah positif, berdasarkan hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki investor institusional cenderung tidak dapat berpengaruh terhadap efektivitas komite audit dalam menjalankan tugasnya untuk menjaga tingkat efisiensi investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Sehingga hipotesis (H4b) ditolak. Hal ini didasarkan pada karakteristik kepemilikan perusahaan di Indonesia yang sudah dijelaskan sebelumnya, ditambah *nature* dari investor institusional adalah berfokus pada pengembalian dari investasi kepemilikan yang ditanamkan dalam perusahaan, atau hasil akhir yang berupa dividen yang dibagikan kepada mereka.

Simpulan

Berdasarkan hasil dari pengujian dan pembahasan yang telah dilakukan dalam bagian sebelumnya, dapat ditarik beberapa kesimpulan. Pertama, dalam penelitian ini ditemukan bahwa skor efektivitas dewan komisaris tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan. Hasil dari penelitian ini dapat dijelaskan karena pada

dasarnya setiap keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan merupakan kewenangan dewan direksi perusahaan. Kebijakan perusahaan akan hal ini tentunya sangat menjadi faktor utama apakah suatu keputusan investasi tersebut harus disetujui oleh dewan komisaris atau tidak. Kedua, berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa skor efektivitas komite audit memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan. Tugas utama dari komite audit adalah untuk mengontrol performa finansial perusahaan yang tercermin dari laporan keuangan perusahaan. Ketiga, berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan investor institusional tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi investasi perusahaan. Hal ini berimplikasi pada ketidakmampuan para investor institusional dalam mengontrol investasi perusahaan karena pada dasarnya investor institusional hanya mengharapkan *return* berupa dividen atas investasi sahamnya.

Keempat, berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh dalam memperkuat skor efektivitas dewan komisaris dalam menjaga efisiensi investasi perusahaan. Sehingga, peran dari investor institusional tidak dapat terlihat. Kelima, berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang dimiliki investor institusional tidak memiliki pengaruh dalam memperkuat skor efektivitas komite audit yang tinggi dalam menjaga efisiensi investasi perusahaan. Monitoring yang dilakukan komite audit perusahaan terbatas pada area teknis, dalam hal ini seperti penyediaan laporan keuangan, pemilihan auditor eksternal dan kepatuhan internal perusahaan. Sehingga, merujuk pada hasil ini dengan mayoritas karakteristik kepemilikan yang ada di Indonesia adalah kepemilikan keluarga, maka kontrol yang dilakukan oleh investor institusional tidak akan berpengaruh banyak pada komite audit suatu perusahaan.

Penelitian ini memberikan kontribusi kepada literatur, dimana literatur sebelumnya belum mengaitkan efisiensi investasi dengan mekanisme tata kelola yang spesifik berkaitan dengan efektivitas dewan komisaris dan komite audit. Selain itu, penelitian ini memberikan kontribusi dalam menguji peran moderasi dari kepemilikan institusional.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang penting untuk diperhatikan. Pertama, populasi dan sampel perusahaan dalam penelitian ini hanya diukur selama satu tahun. Hal ini akan membuat analisa yang dilakukan adalah *cross-sectional analysis*. Dimana tidak dapat dilihat hubungan antar variabel dalam beberapa tahun, sehingga hasil dari penelitian ini mungkin saja bias pada tingkat efisiensi investasi yang dilakukan perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan menambahkan periode untuk perhitungan dengan *time series* sehingga diharapkan dapat memperpanjang analisa skor efektivitas dari dewan komisaris serta komite audit yang lebih efektif dan untuk *investment efficiency* serta diharapkan dapat meminimalkan bias yang mungkin terjadi. Kedua, dalam melakukan keputusan investasi besaran nilai investasi seringkali menentukan apakah keputusan tersebut dapat diambil pada level direksi saja atau harus melalui persetujuan dewan komisaris, dalam penelitian ini tingkat efisiensi investasi yang dipergunakan belum dapat memperhitungkan besarnya investasi yang dapat diputuskan dalam level direksi dan yang harus dirundingkan dengan anggota dewan, hal ini membuat tidak tercerminnya kinerja dewan dalam mempengaruhi efisiensi investasi perusahaan.

Untuk penelitian selanjutnya, dapat menambahkan kriteria dalam efisiensi investasi dimana dibagi menjadi apa saja investasi yang diputuskan pada level direksi dan apa saja investasi yang diputuskan sampai dengan level dewan komisaris. Penelitian ini telah menggunakan komponen checklist untuk mengukur efektivitas dari dewan komisaris dan komite audit. Checklist tersebut diadopsi dari komponen penilaian oleh IICD (Institute of Indonesia Corporate Development). Penilaian tersebut masih dapat dikatakan cenderung subyektif dan terdapat kemungkinan pengembangan serta pembaharuan lebih lanjut di masa yang akan datang. Untuk menghindari subjektivitas, penelitian selanjutnya dapat melakukan peer review atas hasil pengukuran efektivitas dewan komisaris dan komite audit.

Daftar Referensi

- Adams, R. B., dan D. Ferreira. 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance* 62 (1): 217–250. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>
- Ahn, S., dan M. D. Walker. 2007. Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance* 13 (1): 76–93. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.03.001>
- Bathala, C. T., K. P. Moon, dan R. P. Rao. 1994. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective. *Financial Management* 23 (3): 38. <https://doi.org/10.2307/3665620>
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director ... *The Accounting Review* 71 (4): 443.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, dan P. D. Lapedes. 2000. Fraudulent financial reporting:

- consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14 (4): 441-454. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.4.441>
- Biddle, G. C., G. Hilary, dan R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Brédart, X. 2014. Financial distress and corporate governance: the impact of board configuration. *International Business Research* 7 (3). <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n3p72>
- Bushman, R. M., dan A. J. Smith. 2001. *Financial accounting information and corporate governance*. *Journal of Accounting & Economics* 23: 237-334.
- Carcello, J. V., dan T. L. Neal. 2000. Audit committee composition and auditor reporting. *Accounting Review* 75 (4): 453-467. <https://doi.org/10.2308/accr.2000.75.4.453>
- Chang, X., S. Dasgupta, dan G. Hilary. 2006. Analyst coverage and financing decisions. *Journal of Finance* 61 (6): 3009-3048. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01010.x>
- Chen, L., C. Liu, dan G. Wang. 2013. Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China. *The 10th International Conference on Service Systems and Service Management - Proceedings of ICSSSM 2013* (pp. 445-449). <https://doi.org/10.1109/ICSSSM.2013.6602546>
- Chen, V. Z., J. Li, dan D. M. Shapiro. 2011. Are OECD-prescribed "good corporate governance practices" really good in an emerging economy? *Asia Pacific Journal of Management* 28 (1): 115-138. <https://doi.org/10.1007/s10490-010-9206-8>
- Chen, Y. M., R. Moroney, dan K. Houghton. 2005. Audit committee composition and the use of an industry specialist audit firm. *Accounting and Finance* 45 (2): 217-239. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00136.x>
- Claessens, S., S. Djankov, dan L. H. Lang. 2000. The separation of ownership and control in east Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Claessens, S., dan J. P. H. Fan. 2003. Corporate governance in Asia: a survey. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.386481>
- Cornett, M. M., A. J. Marcus, A. Saunders, dan H. Tehranian. 2007. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance* 31 (6): 1771-1794. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.08.006>
- DeZoort, F. T., D. R. Hermanson, dan R. W. Houston. 2003. Audit committee member support for proposed audit adjustments: a source credibility perspective. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 22 (2): 189-205. <https://doi.org/10.2308/aud.2003.22.2.189>
- Faccio, M., dan L. H. P. Lang. 2007. The ultimate ownership of western European corporations. In *Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective* (pp. 163-190). <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- Fama, E. F., dan M. C. Jensen. 1983. Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- Hamdani, A., dan Y. Yafeh. 2013. Institutional investors as minority shareholders. *Review of Finance* 17 (2): 691-725. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr039>
- Healy, P., dan K. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31: 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Holland, J. B. 1998. Private disclosure and financial reporting. *Accounting and Business Research* 28 (4): 255-269. <https://doi.org/10.1080/00014788.1998.9728914>
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership

- structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360. [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, dan A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Lemmon, M. L., dan K. V. Lins. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance* 58 (4): 1445–1468. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
- Moh'd, M. A., L. G. Perry, dan J. N. Rimbey. 1998. The impact of ownership structure on corporate debt policy: a time-series cross-sectional analysis. *Financial Review* 33 (3): 85–98. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01384.x>
- Murwaningsari, E. 2009. Hubungan corporate governance, corporate social responsibilities dan corporate financial performance dalam satu continuum. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 11 (1): 30–41.
- OECD. 2015. OECD principles of corporate governance. *World*, 46. <https://doi.org/10.1787/9789264015999-en>
- Platt, H., dan M. Platt. 2012. Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research* 65 (8): 1139–1143. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.08.003>
- Rahmat, M. M., T. M. Iskandar, dan N. M. Saleh. 2009. Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 624–638. <https://doi.org/10.1108/02686900910975350>
- Salami, K. A. 2011. Analysis of the relationship between share ownership structure, corporate governance structure, and corporate investment efficiency, using GSE market data (2005-9). *Journal of Accounting & Finance* 11 (4): 111–119.
- Shleifer, A., dan R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3, Part 1): 461–488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Siallagan, H., dan M. Machfoedz. 2006. Mekanisme corporate governance, kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Sujoko, dan U. Soebiaturo. 2007. Shareholding structure influence leverage factor internal and external factors against value company (empirical study on the manufacturing and non-manufacturing companies in Jakarta Stock Exchange). *Journal of Management and Entrepreneurship* 9: 41-48.
- Yang, J. S., dan J. Krishnan. 2005. Audit committees and quarterly earnings management. *International Journal of Auditing* 9 (3): 201–219. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2005.00278.x>
- Zhang, Y., J. Zhou, dan N. Zhou. 2007. Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (3): 300–327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.03.001>